BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

– October 2003 –

Summary

Overview

In the April *Monetary Policy Report*, the Bank noted that inflation was well above its 2 per cent target and that short-term inflation expectations had edged up. Although inflation was being pushed up by special factors, particularly insurance premiums and energy costs, there were also signs that strong domestic demand was working to broaden price pressures. In April, we projected that Canadian economic growth would average 2 1/2 per cent in the first three quarters of the year and that core inflation would fall to 2 per cent by early 2004.

As it turns out, growth has been weaker than expected and is now likely to average just over 1 1/2 per cent in the first three quarters of the year. So the Bank now estimates that there is more slack in the economy than was projected in April. Moreover, the decline in core inflation occurred earlier, and has been more pronounced, than we had projected. As well, virtually all measures of inflation expectations have decreased since April.

This drop in core inflation reflected several unforeseen developments over the last six months. These include broad-based weakness in the prices of goods, such as automobiles and clothing, substantial reductions in the prices of tourism-related services owing to the outbreak of severe acute respiratory syndrome (SARS), and a slightly faster easing of pressures from insurance premiums. The substantial fall in the value of the U.S. dollar added to the weakness in goods prices in Canada. The Canadian dollar has averaged 72 1/2 cents U.S. since the July *Monetary Policy Report Update*, a sharp increase from the 69-cent level reached at the time of the April *Report*.

Highlights

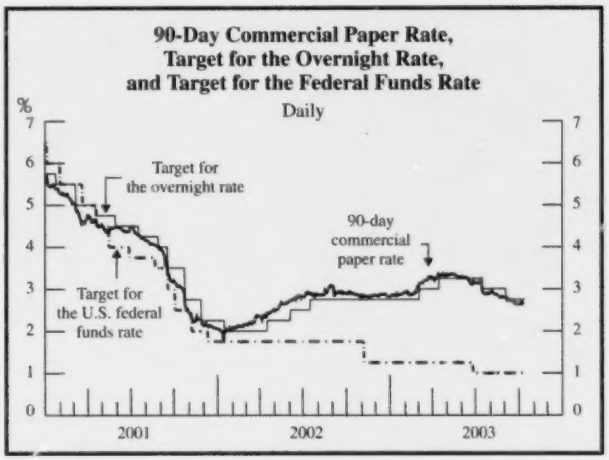
- **Inflation has fallen faster and further than expected and is projected to stay below the 2 per cent target until mid-2005.**
- **The Canadian economy should grow faster than capacity, relying primarily on solid domestic demand.**
- **Stronger growth abroad should boost foreign demand for Canadian products, although this will be dampened by the higher value of the Canadian dollar.**
- **The Bank will be closely monitoring and assessing the implications of global demand, price, and exchange rate adjustments for output and inflation in Canada.**

It now appears that core inflation will stay below 2 per cent until mid-2005, reflecting the excess supply in the economy, more moderate rises in insurance premiums, and the remaining impact of the past appreciation of the Canadian dollar.

Against this background, the Bank has reduced its target for the overnight rate by a total of 50 basis points since the April *Report*, bringing it to 2.75 per cent. This action was taken to support a return to levels of economic activity consistent with an overall balance between supply and demand, with the aim of bringing inflation back to the 2 per cent target over the medium term.

Despite a weak second quarter and additional third-quarter shocks, such as the power blackout in Ontario, there have been a number of encouraging developments. Growth in final domestic demand has remained robust, and the adverse effects of some of the recent shocks are beginning to dissipate. The inventory adjustment, which began earlier this year, is largely complete. Global economic conditions have improved since the April *Report*, and recent data indicate that the anticipated recovery in the United States is taking place earlier and will be stronger than previously expected. Financial conditions are also supportive of growth.

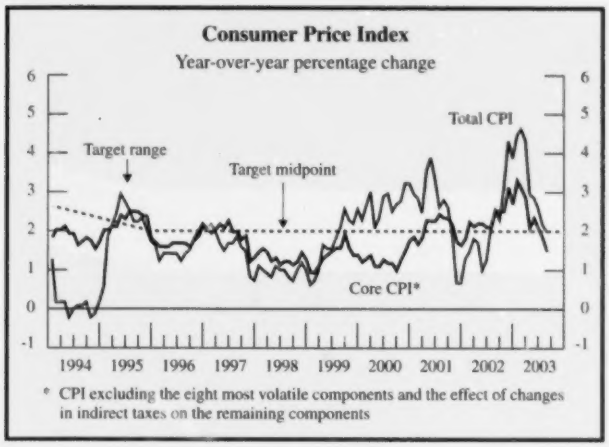
The Bank continues to expect growth in the Canadian economy to strengthen during the fourth quarter of 2003 and through 2004. On balance, this expansion should be above the rate of potential growth, relying primarily on solid household spending and increased business investment. Stronger economic growth abroad should also boost foreign demand for Canadian goods and services, but this source of strength will be dampened by the higher value of the Canadian dollar.



There are risks to this outlook related to the timing and magnitude of global demand, price, and exchange rate adjustments to economic imbalances. In particular, there is uncertainty both about the likely changes in key global exchange rates and about their effect on the Canadian economy. There is also uncertainty about the sustainability of U.S. growth beyond mid-2004. The Bank will closely monitor and assess the implications of all these global adjustments for output and inflation in Canada.

Recent Developments

It now appears that during the first quarter of 2003, the Canadian economy was operating just below its full production capacity. Statistics Canada has estimated that the economy shrank at an annual rate of 0.3 per cent in the second quarter, mainly reflecting a sharp drop in inventory investment and the effects of SARS, as well as the effects of an isolated case of bovine spongiform encephalopathy (BSE or mad-cow disease) on exports. While the impact of SARS began to fade in the third quarter, the effects of BSE continued to be felt, and activity was further reduced by a power blackout in



Ontario. The Bank expects growth in the third quarter to be about 2 1/2 per cent on an annual basis. All told, the economy is now operating with somewhat more slack than had been anticipated earlier in the year.

The Canadian dollar, which had risen to around 69 cents U.S. by April, has continued to appreciate over the last six months. This movement was largely the result of continuing broad-based weakness in the U.S. dollar but also reflected rising commodity prices and the relatively smaller amount of excess capacity in Canada.

In April, core and total inflation were well above the 2 per cent target. But both measures have fallen faster and further than projected in either the April *Report* or the July *Update*. Other measures of the trend of inflation have decreased over the same period and are very close to the core rate.

The drop in core inflation reflected several factors. Most important was the unexpected weakness in many goods prices, which stemmed partly from efforts by retailers to reduce undesired inventories. Downward pressure on goods prices also came from the substantial rise in the Canadian dollar and from declining world prices for many goods. Auto insurance premiums have risen slightly less quickly than expected over the last six months. Prices of tourism-related services have fallen because of SARS, and beef prices have fallen because of BSE.

Total CPI inflation has come down even more rapidly than core inflation. The pace of annual increases in energy costs has eased with a reduction in the world price of crude oil, even though oil prices have not declined as much as had been assumed in April.

Prospects for Growth and Inflation

On balance, the prospects for near-term growth in the global economy have improved since the release of the April *Report*, and geopolitical uncertainty has decreased. However, as noted above, there are risks posed by imbalances in the global economy.

The near-term outlook for the U.S. economy is much improved. There have been clear signs of strength in the household and business sectors, as well as in defence spending. Continued stimulative monetary and fiscal policies will support activity in 2004. The Bank forecasts U.S. growth of about 2 3/4 per cent on an average annual basis in 2003 and about 4 per cent in 2004.

The economy in the euro area is still weak, but economic prospects for Asia look particularly bright, led by China and India. Japan's economy is also performing better than anticipated.

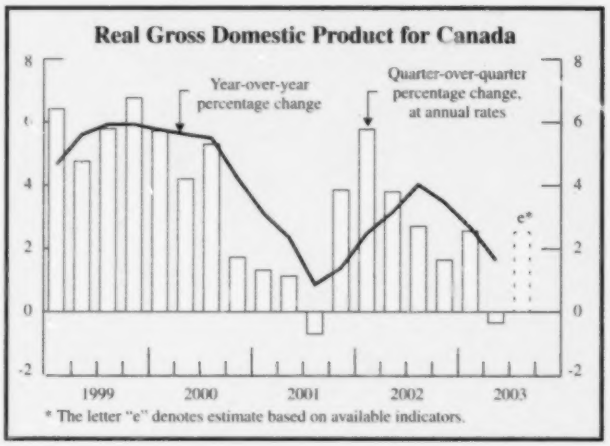
For Canada, recent indicators of domestic spending have been stronger than anticipated, with the housing sector remaining particularly vibrant. The effects of SARS should continue to reverse, leading to some rebound of activity in the affected sectors. Business investment should continue to grow, supported by the recent improvement

in financial conditions. Stronger U.S. growth will also boost the Canadian economy. However, the gains in exports will be dampened by the appreciation of the Canadian dollar.

All told, we expect growth in Canada to average a little over 3 per cent in the second half of 2003, and about 2 per cent for the year as a whole. During 2004, the economy should grow above its 3 per cent rate of potential growth, returning to its level of full capacity by early 2005. That would imply growth at 3 1/4 per cent on an average annual basis in 2004.

In the meantime, the slack in the economy will be a source of some downward pressure on inflation. Other factors will also be working to restrain inflation. The impact of earlier large increases in auto insurance premiums is expected to continue to diminish. The recent substantial appreciation of the Canadian dollar should continue to put downward pressure on both core and total inflation through the end of 2004, although how much of an effect this will have on core consumer prices is uncertain.

On the other hand, recent discounting in those industries affected by SARS should moderate over the coming months. And with the expected completion of the inventory correction, some of the downward pressure on goods prices should ease.



The Bank expects core inflation to average just over 1.5 per cent for the rest of 2003 and to fall to just above 1 per cent in early 2004 as the effects of earlier increases in insurance premiums dissipate. As economic slack is taken up, the core rate of inflation should return to 2 per cent by mid-2005. Core inflation could be somewhat lower over the next several quarters, if some of the previous increases in auto insurance premiums are reversed.

Total CPI inflation will continue to be importantly affected by swings in the price of crude oil. If oil prices follow the path indicated by futures markets, easing to US$27 per barrel next year, total CPI inflation would likely fall below core inflation in 2004.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
or visit our Web site: http://www.bankofcanada.ca

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– Octobre 2003 –

Sommaire

Vue d'ensemble

Dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*, nous indiquions que l'inflation avait dépassé de beaucoup la cible de 2 % visée par la Banque du Canada et que les attentes d'inflation à court terme s'étaient orientées à la hausse. Bien que la montée de l'inflation ait été alimentée par des facteurs spéciaux, tels que la majoration des primes d'assurance et des coûts de l'énergie, des signes montraient aussi que les pressions s'exerçant sur les prix se généralisaient sous l'effet de la vigueur de la demande intérieure. En avril, nous prévoyions que la croissance de l'économie canadienne atteindrait 2 1/2 % en moyenne pour les trois premiers trimestres de l'année et que l'inflation mesurée par l'indice de référence redescendrait à 2 % avant le début de 2004.

Or, l'expansion a été plus modérée que prévu et ne devrait vraisemblablement se chiffrer qu'à un peu plus de 1 1/2 % en moyenne pour les trois premiers trimestres de 2003. Par conséquent, la Banque estime maintenant que la marge de capacités excédentaires au sein de l'économie est plus élevée qu'elle ne s'y attendait en avril. En outre, le repli de l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est produit plus tôt et a été plus prononcé que ce que la Banque avait projeté. De plus, les indicateurs des attentes relatives à l'inflation ont presque tous fléchi depuis avril.

La baisse du taux d'accroissement de l'indice de référence est attribuable à plusieurs imprévus survenus au cours des six derniers mois, dont la faiblesse généralisée des prix de certains produits comme les automobiles et les vêtements, les rabais substantiels consentis par le secteur touristique à la suite de la crise du syndrome respiratoire aigu sévère (SRAS) et l'atténuation un peu plus rapide qu'on ne l'anticipait des pressions provoquées par la majoration des primes d'assurance. La dépréciation marquée de la devise américaine a également contribué à la faiblesse des prix des biens au Canada. Le dollar canadien s'est échangé à 72 1/2 cents É.-U. en moyenne depuis la parution, en juillet, de la *Mise à jour* du *Rapport sur la politique monétaire*, ce qui

Faits saillants

- **L'inflation a baissé plus rapidement et davantage que prévu et devrait demeurer sous la cible de 2 % jusqu'au milieu de 2005.**
- **L'économie canadienne devrait progresser à un rythme supérieur à celui de son potentiel, grâce surtout à la robustesse de la demande intérieure.**
- **Le renforcement de la croissance à l'étranger devrait insuffler un élan aux exportations canadiennes, mais ce dernier sera freiné par l'appréciation de notre monnaie.**
- **La Banque surveillera de près et évaluera soigneusement les répercussions possibles, sur la production et l'inflation au Canada, des ajustements que devront subir, dans les divers pays, la demande, les prix et les taux de change.**

représente une forte augmentation comparativement au niveau de 69 cents atteint au moment de la publication du *Rapport* d'avril.

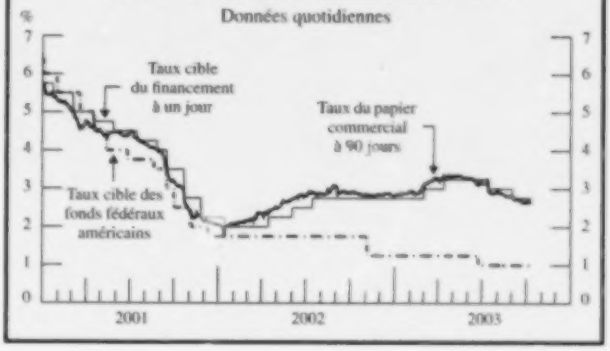
Il semble maintenant que l'inflation mesurée par l'indice de référence demeurera sous la barre des 2 % jusqu'au milieu de 2005, compte tenu de l'offre excédentaire au sein de l'économie, de la modération des hausses des primes d'assurance et de l'incidence restante de la remontée passée du dollar canadien.

Dans ce climat, la Banque a abaissé le taux cible du financement à un jour de 50 points de base au total depuis la publication du *Rapport* d'avril, pour l'établir à 2,75 %. Cette mesure a été prise afin de favoriser un retour de l'activité économique à des niveaux compatibles avec un équilibre global entre l'offre et la demande, dans l'optique de ramener l'inflation au taux cible de 2 % à moyen terme.

En dépit de la morosité de l'activité au deuxième trimestre et des chocs additionnels survenus au troisième trimestre, tels que la panne générale d'électricité en Ontario, beaucoup de signes encourageants ont pu être observés. L'expansion de la demande intérieure finale est demeurée robuste et les retombées négatives de certains chocs récents commencent à se dissiper. La correction des stocks, qui s'était amorcée plus tôt cette année, est maintenant très avancée. La conjoncture économique à l'échelle internationale s'est améliorée depuis la parution de la livraison d'avril et, selon de récentes données, la reprise attendue aux États-Unis s'est engagée plus rapidement et sera plus soutenue qu'on ne l'avait d'abord escompté. Les conditions financières sont également favorables à la croissance.

La Banque continue de prévoir que l'expansion de l'économie canadienne se raffermira au quatrième trimestre de 2003 et en 2004. Dans l'ensemble, le rythme de progression de l'activité devrait s'établir au cours de cette période au-dessus de celui de la production potentielle, grâce surtout à la solidité de la dépense des ménages et à la hausse des investissements des entreprises. Le renforcement de la croissance à l'étranger devrait aussi insuffler un élan aux exportations de biens et services canadiens, mais ce dernier sera freiné par l'appréciation de notre monnaie.

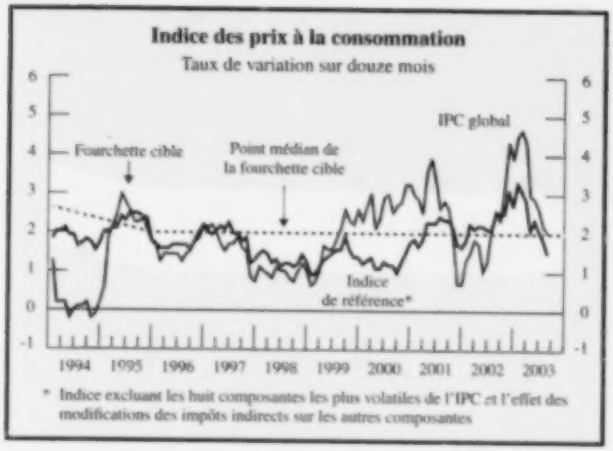
Taux du papier commercial à 90 jours, taux cible du financement à un jour et taux cible des fonds fédéraux américains



Des risques pèsent sur ces perspectives relativement au moment et à l'ampleur des ajustements que devront subir, dans les divers pays, la demande, les prix et les taux de change face aux déséquilibres économiques mondiaux. Il y a notamment incertitude quant à l'évolution probable des taux de change des grandes monnaies du monde ainsi qu'à son incidence sur l'économie canadienne. On ne sait pas non plus si l'expansion de l'économie des États-Unis se poursuivra au-delà du premier semestre de 2004. La Banque surveillera de près et évaluera soigneusement les répercussions possibles, sur la production et l'inflation au Canada, des ajustements qui se produiront dans le monde.

L'évolution récente

Il semble maintenant qu'au premier trimestre de 2003, l'économie canadienne tournait tout juste en deçà de sa pleine capacité. Mais Statistique Canada estime qu'au deuxième trimestre, la production s'est repliée à un taux annuel de 0,3 %, en raison principalement de la chute prononcée des investissements en stocks et des retombées du SRAS, ainsi que des effets que la découverte d'un cas isolé de maladie de la vache folle a eus sur les exportations. Bien que les répercussions du SRAS aient commencé à s'estomper au troisième trimestre, celles de la maladie de la vache folle ont continué de se faire sentir, et l'activité


Indice des prix à la consommation
Taux de variation sur douze mois
IPC global
Fourchette cible
Point médian de la fourchette cible
Indice de référence*
1994 1995 1996 1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003
* Indice excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

a encore fléchi par suite de la panne d'électricité en Ontario. La Banque s'attend à ce que la croissance au troisième trimestre avoisine 2 1/2 % en taux annualisé. Tout bien considéré, il existe actuellement au sein de l'économie une marge de capacités inutilisées légèrement supérieure à ce que nous avions prévu au printemps.

Le dollar canadien, qui avait atteint environ 69 cents É.-U. en avril, a poursuivi son ascension ces six derniers mois. Sa remontée est en bonne partie attribuable à la faiblesse généralisée et persistante du dollar américain, mais également au renchérissement des matières premières et au fait que la marge de capacités excédentaires est relativement plus petite au Canada.

En avril, le taux d'accroissement de l'indice de référence et celui de l'IPC global dépassaient nettement la cible de 2 %. Mais ces deux mesures ont reculé plus rapidement et davantage que prévu dans le *Rapport* d'avril ou la *Mise à jour* de juillet. Les autres mesures de l'inflation tendancielle ont fléchi au cours de la même période et s'établissent très près du niveau de l'inflation mesurée par l'indice de référence.

La baisse de l'inflation mesurée par l'indice de référence est la résultante de plusieurs facteurs. Le plus notable d'entre eux est le repli inattendu du prix de nombreux biens, qui est dû en partie aux efforts déployés par les détaillants pour réduire l'accumulation involontaire de leurs stocks. Les pressions à la baisse qu'ont subies les prix de ces biens tiennent également à l'appréciation marquée du dollar canadien et à la diminution des prix mondiaux de nombreux biens. Ces six derniers mois, le relèvement des primes d'assurance automobile a été un peu moindre que prévu. Les prix des services liés à l'activité touristique ont chuté par suite de l'épidémie de SRAS, et ceux du bœuf ont reculé en raison de la détection d'un cas de maladie de la vache folle.

Le taux d'accroissement de l'IPC global est tombé encore plus rapidement que celui de l'indice de référence. Le rythme des augmentations annuelles des coûts de l'énergie s'est ralenti sous l'effet d'une réduction des cours mondiaux du pétrole brut, même si ceux-ci n'ont pas diminué autant qu'on le supposait en avril.

Les perspectives en matière de croissance et d'inflation

Globalement, les perspectives de croissance à court terme de l'économie mondiale se sont redressées depuis la publication du *Rapport* d'avril, et l'incertitude géopolitique s'est atténuée. Toutefois, comme nous l'avons déjà signalé, il existe des risques liés à des déséquilibres au sein de l'économie mondiale.

Les perspectives d'évolution à court terme de l'économie américaine se sont beaucoup améliorées. Les dépenses des ménages et des entreprises, ainsi que celles engagées au chapitre de la défense, montrent des signes manifestes de vigueur. Le maintien de politiques monétaire et budgétaire expansionnistes soutiendra l'activité en 2004. La Banque prévoit que le rythme de croissance aux États-Unis s'établira autour de 2 3/4 % pour l'ensemble de l'année 2003 et à environ 4 % en 2004.

L'atonie de l'activité persiste dans la zone euro, mais les perspectives économiques semblent particulièrement encourageantes en Asie — Chine et Inde en tête. Le Japon enregistre également une expansion plus rapide que prévu.

Au Canada, les derniers indicateurs témoignent d'un plus grand dynamisme que prévu de la demande intérieure, les dépenses en logement demeurant particulièrement robustes. Les retombées du SRAS devraient continuer à se dissiper, de sorte que l'on devrait assister à un rebond de la croissance dans les secteurs qui avaient été touchés. Les entreprises

devraient encore augmenter leurs investissements à la faveur de la récente amélioration de la conjoncture financière. De plus, le renforcement de la croissance aux États-Unis stimulera l'activité au pays. L'appréciation du dollar canadien freinera toutefois la montée des exportations.

Tout compte fait, nous nous attendons à ce que le rythme d'expansion se situe en moyenne légèrement au-dessus de 3 % au second semestre de 2003 et aux alentours de 2 % sur l'ensemble de l'année. L'économie devrait progresser, en 2004, à un rythme supérieur à celui de la production potentielle, qui est de 3 %, et tourner à nouveau à plein régime d'ici le début de 2005. La croissance s'établirait ainsi à 3 1/4 % en moyenne pour 2004.

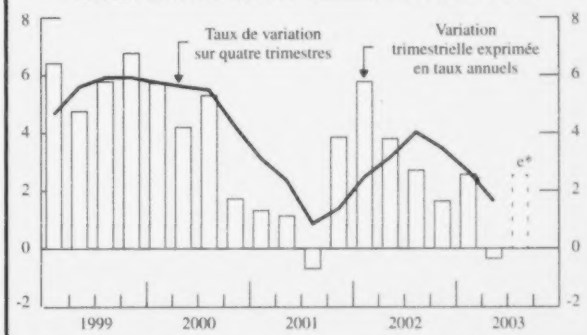
Entre-temps, la marge de capacités excédentaires au sein de l'économie exercera certaines pressions à la baisse sur l'inflation. D'autres facteurs seront également à l'œuvre pour contenir l'inflation. L'incidence des fortes hausses passées des primes d'assurance automobile devrait continuer à diminuer. La vive appréciation que le dollar canadien a connue récemment devrait continuer de pousser à la baisse l'inflation mesurée tant par l'IPC global que par l'indice de référence tout au long de 2004, bien que l'on ne connaisse pas très bien l'ampleur que ses effets auront sur celui-ci.

Par contre, les rabais pratiqués ces derniers temps dans les secteurs ébranlés par la crise du SRAS devraient s'amoindrir dans les mois à venir. Et la correction des stocks étant très avancée, quelques-unes des pressions à la baisse sur les prix des biens devraient s'amenuiser.

La Banque s'attend à ce que le taux d'accroissement de l'indice de référence se situe à un peu plus de 1,5 % en moyenne d'ici la fin de 2003, puis descende pour s'établir tout juste au-dessus de 1 % au début de 2004, à mesure que se dissiperont les effets des hausses passées des primes d'assurance. Cette mesure de l'inflation devrait être revenue à 2 % d'ici le milieu de 2005 dans la foulée de la résorption graduelle de la marge de capacités excédentaires. L'inflation mesurée par l'indice de référence pourrait être un peu inférieure à cette projection au cours des prochains trimestres si le relèvement des primes d'assurance automobile est en partie annulé.

L'évolution du taux d'accroissement de l'IPC global continuera de dépendre dans une large mesure de celle des cours du pétrole brut. Si ces derniers devaient redescendre aux alentours de 27 $ É.-U le baril en 2004, comme la tendance sur les marchés à terme le laisse présager, il est probable que le taux d'augmentation de l'IPC global tomberait en deçà de celui de l'indice de référence l'année prochaine.

Produit intérieur brut du Canada en termes réels



* La lettre « e » indique qu'il s'agit d'une estimation fondée sur les données disponibles.

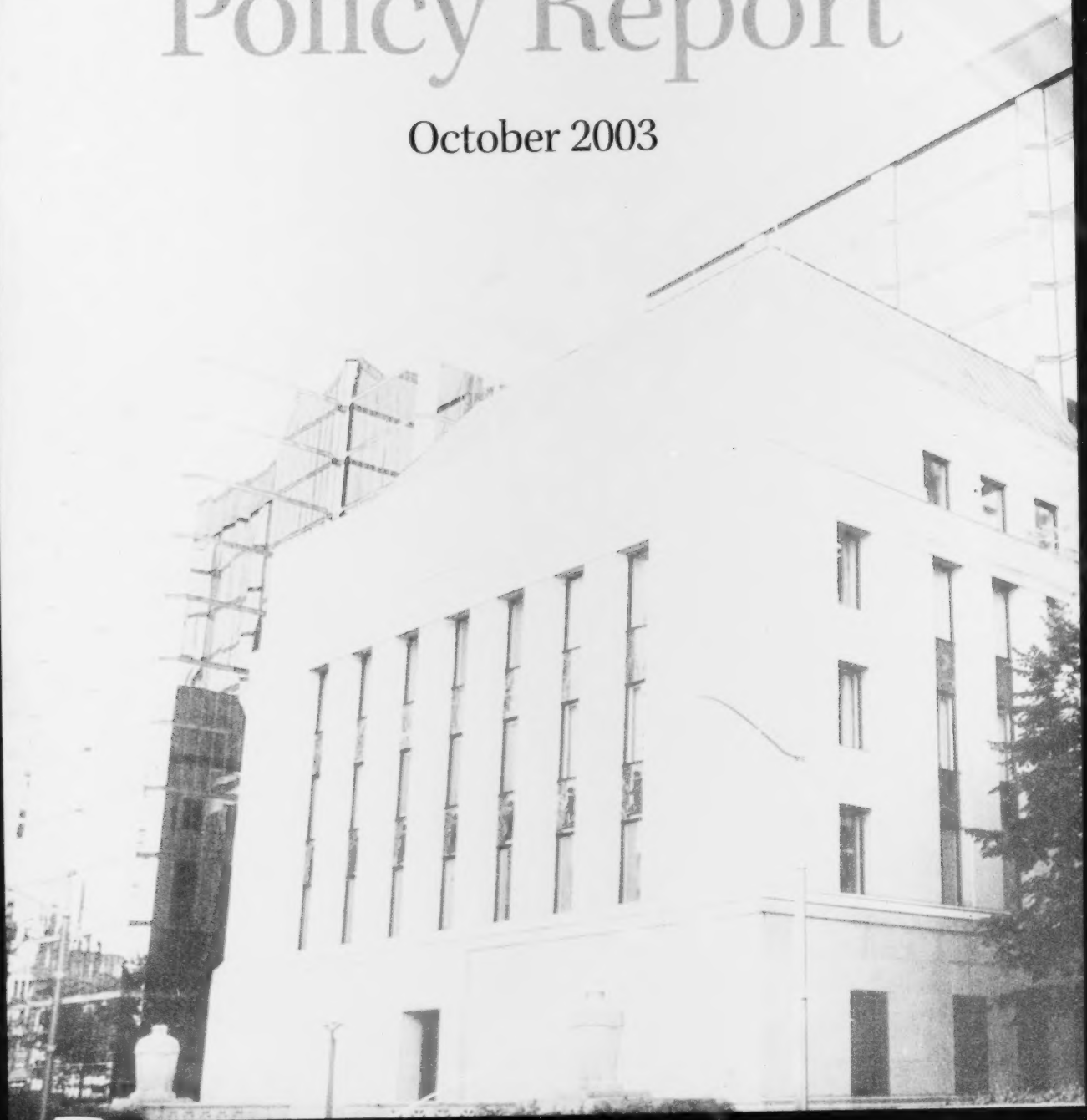
Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca;
site Web : http://www.banqueducanada.ca

BANK OF CANADA

Monetary Policy Report

October 2003



Canada's Inflation-Control Strategy

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.

- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight prespecified dates during the year.

- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. That inflation-control target range was extended a number of times, most recently in May 2001, in this last case to the end of 2006. Monetary policy will continue to aim at keeping future inflation at the 2 per cent target midpoint of this range, both to maximize the likelihood that inflation stays within the target range and to increase the predictability of inflation over the longer term (Crawford 2001).

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focuses on a *core* measure of CPI inflation that excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. Core inflation also tends to be a better predictor of future changes in the total CPI than does the recent history of CPI inflation (Macklem 2001).

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

5111
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— October 2003 —

This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay,
David Longworth, and Mark Carney.

No one can predict what kind of shocks our economy will face in the future, but we know that shocks will occur. What's important is that we have a robust economic and financial framework that allows us to deal with those disturbances and to seize opportunities as they arise. It is that strong framework that gives businesses and investors the confidence to take risks and to innovate.

David Dodge

Governor, Bank of Canada
10 September 2003

Contents

1. Overview 5

2. Recent Developments in Inflation 7

Inflation and the 2 per cent target 7
Factors at work on inflation 10

3. Financial Developments 16

4. The Outlook for Inflation 21

International background 21
Global imbalances 22
Aggregate demand and supply in Canada .. 23
Measures of inflation expectations 25
Other factors affecting inflation 26
Implications of money growth for inflation.. 27
Inflation projection 28

Bibliography 30

Technical Boxes

1. Estimated Economic Impact of Recent Unusual Shocks 11
2. Recent Developments in Long-Term Interest Rates 20
3. The Sectoral Impacts of an Appreciating Canadian Dollar 24

1. Overview

In the April *Monetary Policy Report*, the Bank noted that inflation was well above its 2 per cent target and that short-term inflation expectations had edged up. Although inflation was being pushed up by special factors, particularly insurance premiums and energy costs, there were also signs that strong domestic demand was working to broaden price pressures. In April, we projected that Canadian economic growth would average 2 1/2 per cent in the first three quarters of the year and that core inflation would fall to 2 per cent by early 2004.

As it turns out, growth has been weaker than expected and is now likely to average just over 1 1/2 per cent in the first three quarters of the year. So the Bank now estimates that there is more slack in the economy than was projected in April. Moreover, the decline in core inflation occurred earlier, and has been more pronounced, than we had projected. As well, virtually all measures of inflation expectations have decreased since April.

This drop in core inflation reflected several unforeseen developments over the last six months. These include broad-based weakness in the prices of goods, such as automobiles and clothing, substantial reductions in the prices of tourism-related services owing to the outbreak of severe acute respiratory syndrome (SARS), and a slightly faster easing of pressures from insurance premiums. The substantial fall in the value of the U.S. dollar added to the weakness in goods prices in Canada. The Canadian dollar has averaged 72 1/2 cents U.S. since the July *Monetary Policy Report Update*, a sharp increase from the 69-cent level reached at the time of the April *Report*.

It now appears that core inflation will stay below 2 per cent until mid-2005, reflecting the excess supply in the economy, more moderate rises in insurance premiums, and the remaining impact of the past appreciation of the Canadian dollar.

Against this background, the Bank has reduced its target for the overnight rate by a total of 50 basis points since the April *Report*, bringing it to 2.75 per cent (Chart 1). This action was taken to support a return to levels of economic activity consistent with an overall balance between supply and demand, with the aim of bringing inflation back to the 2 per cent target over the medium term.

Despite a weak second quarter and additional third-quarter shocks, such as the power blackout in Ontario, there have been a

Developments in the target for the overnight rate since the April *Report*:

3 June — no change

15 July — down 25 basis points to 3.00 per cent

3 Sept. — down 25 basis points to 2.75 per cent

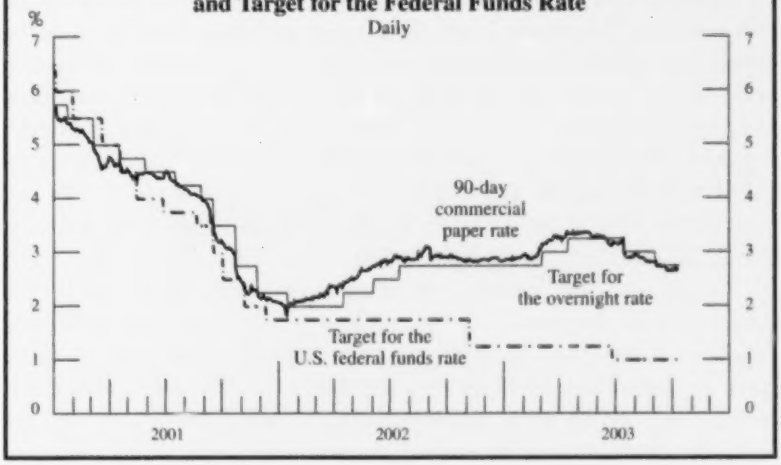
15 Oct. — no change

This report includes information received up to the fixed announcement date on 15 October 2003.

Chart 1

90-Day Commercial Paper Rate, Target for the Overnight Rate, and Target for the Federal Funds Rate

Daily



number of encouraging developments. Growth in final domestic demand has remained robust, and the adverse effects of some of the recent shocks are beginning to dissipate. The inventory adjustment, which began earlier this year, is largely complete. Global economic conditions have improved since the April *Report*, and recent data indicate that the anticipated recovery in the United States is taking place earlier and will be stronger than previously expected. Financial conditions are also supportive of growth.

The Bank continues to expect growth in the Canadian economy to strengthen during the fourth quarter of 2003 and through 2004. On balance, this expansion should be above the rate of potential growth, relying primarily on solid household spending and increased business investment. Stronger economic growth abroad should also boost foreign demand for Canadian goods and services, but this source of strength will be dampened by the higher value of the Canadian dollar.

There are risks to this outlook related to the timing and magnitude of global demand, price, and exchange rate adjustments to economic imbalances. In particular, there is uncertainty both about the likely changes in key global exchange rates and about their effect on the Canadian economy. There is also uncertainty about the sustainability of U.S. growth beyond mid-2004. The Bank will closely monitor and assess the implications of all these global adjustments for output and inflation in Canada.

2. Recent Developments in Inflation

Core CPI inflation has decreased considerably since February and in August was below the Bank's 2 per cent inflation-control target. The rate of increase in the total CPI has fallen even more markedly, reflecting lower year-to-year increases in the prices of gasoline and fuel oil.

Inflation and the 2 per cent target

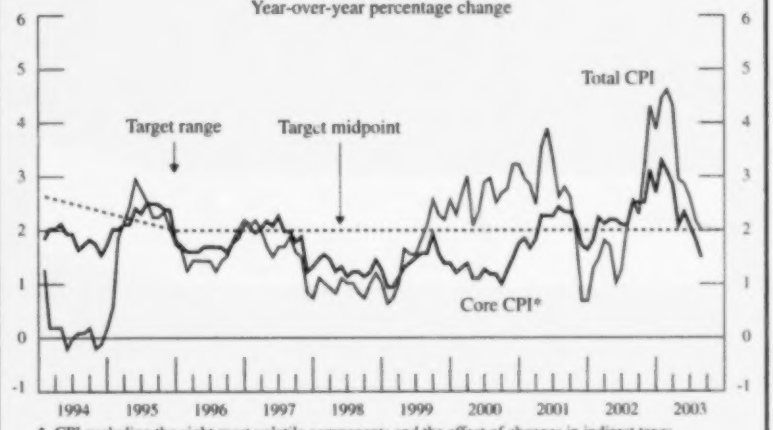
Core inflation has decreased considerably since February . . .

Core CPI inflation has come down faster than was projected in either the April *Report* or the July *Update* (Chart 2).[1] The core rate was 1.5 per cent in August, down from 3.1 per cent last February. Other measures of the trend rate of inflation that the Bank follows closely have also decreased considerably and in August were very close to the core rate (Chart 3).

Chart 2

Consumer Price Index

Year-over-year percentage change



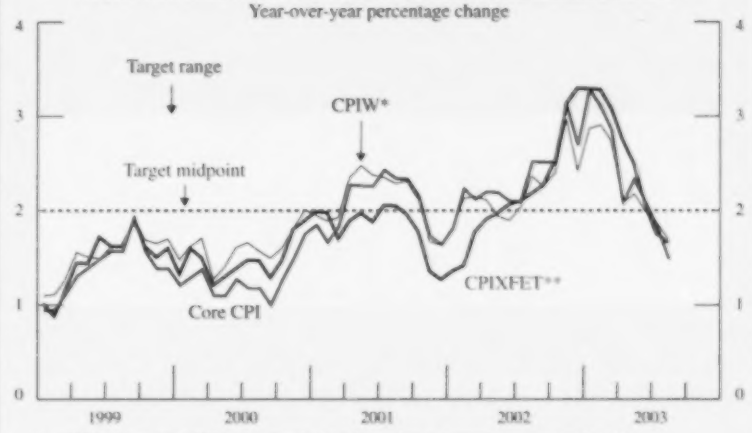
* CPI excluding the eight most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

1. The core measure of inflation excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. The eight most volatile components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs.

Chart 3

Core CPI and Other Measures of the Trend Inflation Rate

Year-over-year percentage change



* CPIW adjusts each CPI basket weight by a factor that is inversely proportional to the component's variability.

** CPIXFET excludes food, energy, and the effect of changes in indirect taxes.

At the time of the April *Report*, both core and total CPI inflation were well above the 2 per cent target. While one-off factors had contributed importantly to high inflation, there was evidence that some of the price pressures stemmed from robust domestic demand. The core rate of inflation was projected to remain above 2 per cent through 2003 and to move down to the 2 per cent target by early 2004, as the effect of one-off factors (such as the earlier large increases in insurance premiums) diminished. In fact, the core rate fell sooner and by more than anticipated.

This surprisingly early and sharp drop in core inflation has reflected a combination of unanticipated developments over the last six months: broad-based weakness in the prices of many goods, the adverse economic effects of an outbreak of severe acute respiratory syndrome (SARS) and of an isolated case of bovine spongiform encephalopathy (BSE), and a slightly faster-than-expected unwinding of the one-off factors.

The most important of these unexpected developments was the degree of weakness in the prices of many durable and semi-durable goods, such as automobiles and clothing. The relative importance of the various factors behind this weakness is not entirely clear. Part of the downward pressure on these prices came from discounting by retailers in an effort to reduce an undesired inventory buildup. The downward pressures on import prices arising from declining world prices for many goods and from a rising Canadian dollar were also stronger than expected.

Substantial reductions in tourist spending, exacerbated by a temporary outbreak of SARS in the Greater Toronto Area, contributed

to considerable cutbacks in the prices of related services. As the adverse effects of SARS gradually unwind, these prices should return to more normal levels. Beef prices in Canada (at both the producer and consumer level) have also weakened in recent months with the buildup of supplies following the imposition of trade restrictions on Canadian beef by the United States and other countries.

Prominent among the one-off factors affecting core inflation have been substantial increases in the premiums for both automobile and home insurance. Over the past six months, increases in auto insurance premiums have been slightly lower than anticipated.

. . . as has the rate of increase in the total CPI.

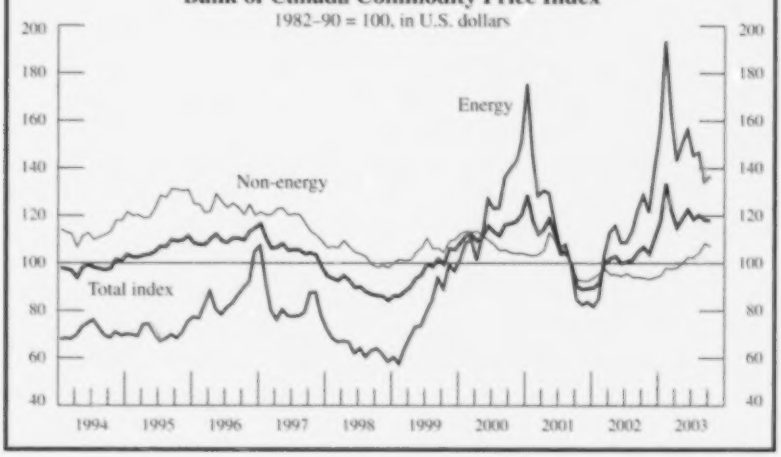
The 12-month rate of increase in the total CPI was 2.0 per cent in August, down from 4.6 per cent in February. In addition to the factors acting to reduce the core rate, year-to-year increases in the consumer prices of gasoline and fuel oil have eased considerably since February. On balance, crude oil prices have decreased since mid-March, although by less than we had expected in the last *Report*.

In contrast, prices of non-energy commodities have continued to move up (Chart 4). Indications of robust Asian demand and strengthening U.S. economic growth contributed to gains in the prices of base metals, while a combination of production curtailments (exacerbated by the forest fires in British Columbia this summer) and continued strong housing demand helped to boost lumber prices.

Chart 4

Bank of Canada Commodity Price Index

1982–90 = 100, in U.S. dollars



Factors at work on inflation

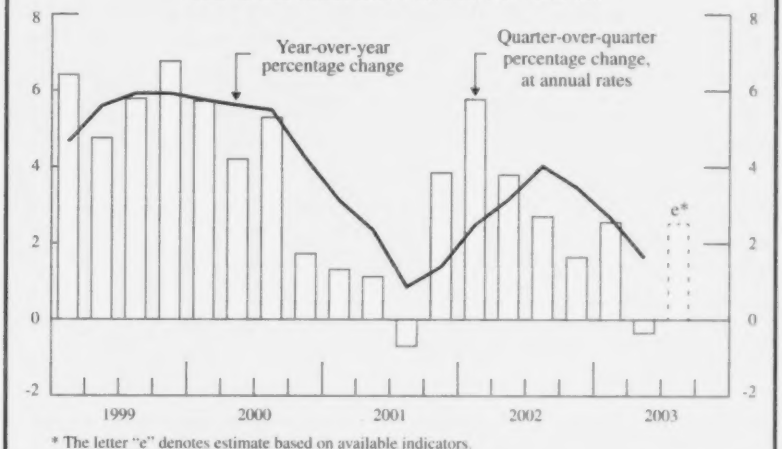
Aggregate demand

Canada's real GDP edged down in the second quarter . . .

Canada's real GDP advanced at a moderate pace in the first quarter of 2003 (Chart 5) but edged down at an annual rate of 0.3 per cent in the second quarter, a weaker result than had been expected in the last *Report*.[2] The most recent indicators for spending and activity suggest that economic growth resumed in the third quarter but remained slightly below potential at about 2 1/2 per cent.

Chart 5

Real Gross Domestic Product for Canada



* The letter "e" denotes estimate based on available indicators.

. . . as firms sharply cut their rates of inventory investment.

An important factor behind the weakness of aggregate activity in the second quarter of 2003 was the unexpectedly sharp drop in inventory investment. After experiencing a considerable buildup of stocks early this year, retailers and wholesalers slashed their rates of inventory accumulation in the second quarter. A number of unusual shocks also acted to dampen economic activity in both the second and third quarters (Technical Box 1).

Nevertheless, a number of positive developments have provided underlying support to the economy. Growth in household spending has been robust, boosted by low interest rates (Chart 6). In particular, housing expenditures have remained strong, and housing prices have continued to increase. As well, capital spending by firms picked up in the first half of the year. A strengthening of the pace of economic expansion in the United States provided some support for Canada's exports.

2. Statistics Canada reported that there was more uncertainty than usual about the second-quarter estimate because of the difficulty of valuing trade flows amid the exchange rate volatility.

Technical Box 1

Estimated Economic Impact of Recent Unusual Shocks

Several unusual and temporary shocks have hit the Canadian economy since last February. These include SARS, bovine spongiform encephalopathy (BSE), the Ontario electricity blackout, and the severe forest fire situation in British Columbia. Overall, the Bank estimates that growth (expressed quarterly at an annual rate) was reduced by about 0.7 percentage points in the second quarter and by about 0.6 percentage points in the third quarter, as a result of the direct effects of these events. We have not tried to quantify the indirect effects. Given the temporary nature of these shocks, growth is expected to rebound in the fourth quarter.

Although the first documented case of SARS appeared in Canada on 23 February, the economic impact was most severe in the second quarter. Growing fear of the contagious and sometimes fatal disease contributed importantly to a decline in spending on tourism. Several sectors were seriously affected, such as air transportation, hotel and other accommodation, entertainment, bars and restaurants, and car rentals. Although expenditures by foreign tourists remain weak, domestic tourist spending has already shown signs of reviving.

The discovery of one case of BSE in Alberta on 20 May precipitated the closure of international borders to imports of Canadian cattle, beef, and related products. The resulting sharp and immediate drop in beef slaughter, processing, and related activities, dampened GDP growth in the second and third quarters. The recent partial lifting of import bans on beef products should have a slight positive impact on growth in the fourth quarter, although the continued ban on international shipments of live cattle will likely have a more persistent adverse effect.

The blackout in Ontario on 14 August and the ensuing power restrictions through to 25 August caused a marked decline in production for a wide range of industries. The impact on GDP growth in the third quarter should be reversed in the fourth quarter, since production is expected to have returned to normal by then.

The recent forest fires in British Columbia have led to a drop in tourism spending and in logging and forestry activities in the region. In the near term, this should be roughly offset by increased government spending on fire fighting and reconstruction. However, there could be a small adverse effect on activity in British Columbia's forestry industry over the longer term as a result of the loss of timber resources.

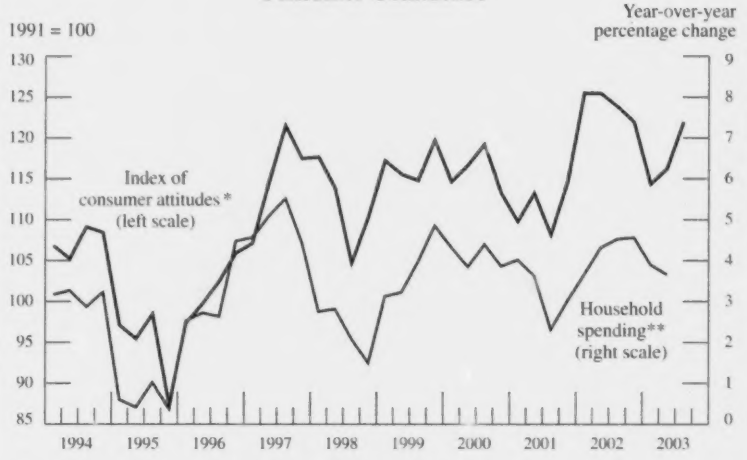
The combined negative impact of the shocks would be larger if they were to seriously erode consumer and business confidence. To date, however, indicators suggest that there has been little change, overall, in confidence.

Estimated Impact on Real GDP Growth
(Quarter-over-quarter percentage change at an annual rate)

	2003Q2	2003Q3	2003Q4
SARS	-0.60	+0.15	+0.25
BSE	-0.10	-0.30	+0.10
Ontario power outage	-	-0.40	+0.40
Total	-0.70	-0.55	+0.75

Chart 6

Consumer Confidence

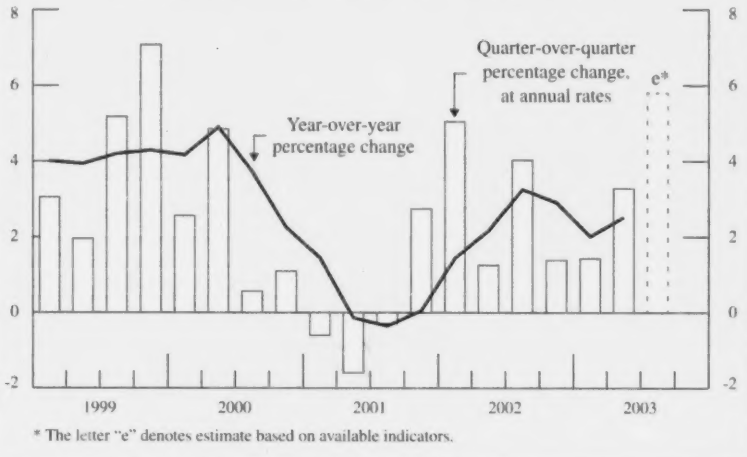


* Source: Conference Board of Canada (last data point 2003Q3)
** Expenditures in constant dollars on consumer goods and services plus housing

Economic activity in the United States gathered momentum in the second quarter of this year owing to solid gains in household and business spending, as well as a sharp increase in federal defence outlays (Chart 7). Recent data suggest that both consumption and investment are continuing to rise at a robust pace, supported by the easing in monetary and fiscal policy and a reduction in uncertainty. Thus, the near-term outlook has improved substantially since the last *Report*. Real GDP growth is expected to be around 5 3/4 per cent in the third quarter.

Chart 7

Real Gross Domestic Product for the United States



* The letter "e" denotes estimate based on available indicators.

Estimated pressures on capacity

The level of economic activity in Canada fell below capacity in the second and third quarters by more than expected.

The Bank's conventional measures of potential output and the output gap indicate that the level of economic activity fell below production capacity in the second and third quarters of this year (Chart 8).

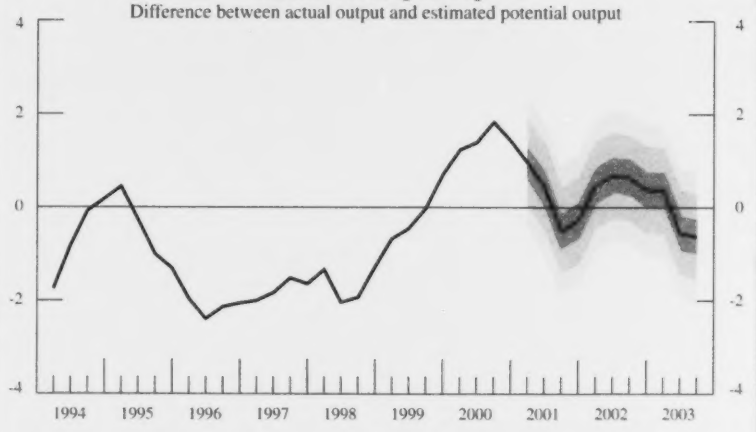
Several indicators are consistent with the view that slack has developed since early 2003. Capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector eased in the second quarter of 2003. The unemployment rate has risen, and, in the regular survey conducted by the Bank's regional offices, the proportion of firms reporting labour shortages has fallen below its average of the last four years. The relatively low rates of wage increases are further evidence of excess supply in labour markets. And measures of the trend rate of inflation have been lower than expected.

On balance, it is the Bank's view that the economy is currently operating with somewhat more slack than its conventional measure of the output gap would suggest. In particular, with the actual labour force participation rate continuing to rise through September, it is likely that the trend component of the participation rate is higher than assumed by the conventional measure. With this revised assessment of potential and the unexpected interruption in economic growth in the second quarter, the estimated amount of slack in the economy at mid-year is larger than was projected in the last *Report*.

Chart 8

Estimated Output Gap*

Difference between actual output and estimated potential output



* The shading around the values of the estimated output gap shows (from darkest to lightest) confidence intervals of 25 per cent, 50 per cent, 75 per cent, and 95 per cent.

Note: The estimate for the third quarter of 2003 is based on a projected rise in output of 2.5 per cent (at annual rates) for the quarter.

Costs and productivity

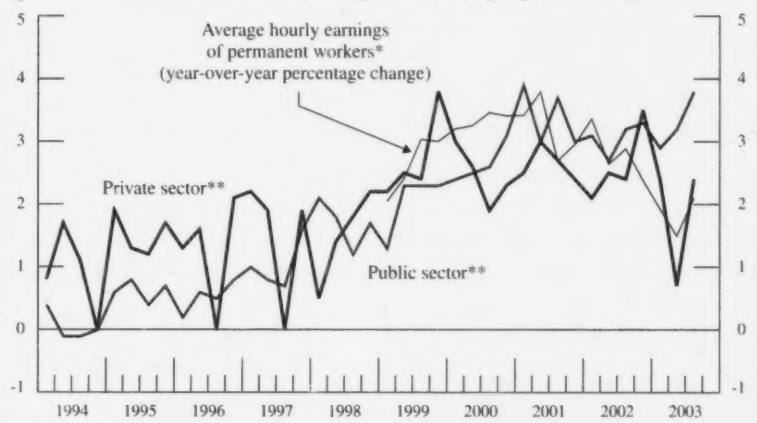
With a decrease in labour productivity, unit labour costs at mid-2003 were about 2.5 per cent higher than year-earlier levels.

Two broad-based measures of average labour compensation—the average hourly earnings of permanent workers and hourly labour compensation in the business sector—both indicate that the underlying rate of increase in wages has been in a range of 1.75 per cent to 2.25 per cent since late 2002 (Charts 9 and 10).[3] However, with a decrease in productivity over the last year, unit labour costs in the business sector in the second quarter of 2003 were about 2.5 per cent higher than year-earlier levels (Chart 10).

Chart 9

Wage Settlements and Average Hourly Earnings

Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements



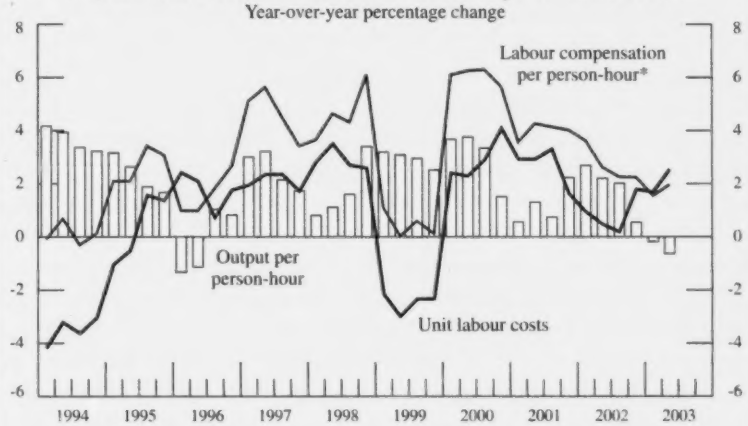
* Source: Statistics Canada, *Labour Force Information*, last data point plotted = September 2003
** Source: Human Resources Development Canada, last data point plotted = July 2003

3. The marked reduction in the average annual wage increase in the unionized private sector in the second quarter of 2003 chiefly reflected the impact of Air Canada contracts that contained wage freezes and some wage reductions. The average annual wage increase in the unionized public sector in July 2003 was relatively high, but the number of employees covered by the new contracts was much lower than normal.

Chart 10

Unit Labour Costs and Labour Productivity: Business Sector

Year-over-year percentage change



* Labour compensation includes the labour income of paid workers, plus imputed labour income for self-employed workers.

Source: Statistics Canada *Daily*

3. Financial Developments

Financial conditions have improved . . .

Financial conditions have generally improved since the April *Report*. Stock markets have rallied, corporate bond spreads have narrowed further, and the yield curve has steepened. The financial situations and profitability of banks in Canada have improved, a positive sign for future credit conditions. These developments provide a favourable environment for future economic growth. At the same time, prices in some markets have been quite volatile, reflecting changing views about global growth and uncertainty about the resolution of growing global imbalances.

. . . as stock markets have rallied . . .

Stock markets in Canada and the United States have been lifted by a combination of positive earnings and increasing confidence in a strong recovery. Volatility in these markets has remained low. Even with these improvements, equity issuance by non-financial firms in Canada is still low, but the issuance of income trusts has been strong and has become an important alternative source of financing for firms (King 2003).

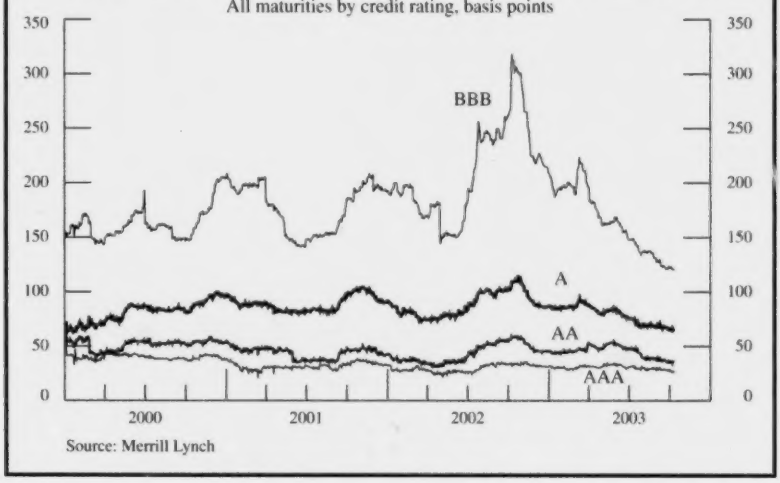
. . . and corporate bond spreads have narrowed further.

In the bond market, improving financial conditions have been reflected in a decline in the spread between the yields on corporate and government bonds for both investment-grade (Chart 11) and non-investment-grade firms. Measures of credit quality, such as the downgrade/upgrade ratio, have also improved, reflecting the efforts of firms to restructure their balance sheets and reduce debt. The markets were receptive to new bond issuance, which has been strong since the last *Report*.

Chart 11

Yield on Canadian Corporate Bonds Minus Yield on Government Bonds

All maturities by credit rating, basis points



Source: Merrill Lynch

Growth in business credit has remained sluggish . . .

Despite easier access to credit, growth in total business credit continues to be sluggish, reflecting weak demand (Chart 12). First, firms are waiting for clearer signs regarding the strength and sustainability of the recovery in the United States, and in the global economy generally, before undertaking major investment projects. Second, some firms are relying on internal funds to finance expenditures, since corporate profits have remained healthy despite the recent retreat from the record high level seen in the first quarter (Chart 13). Third, as firms have reduced inventories, short-term credit demand has fallen sharply.

Chart 12

Business and Household Credit

Year-over-year percentage change

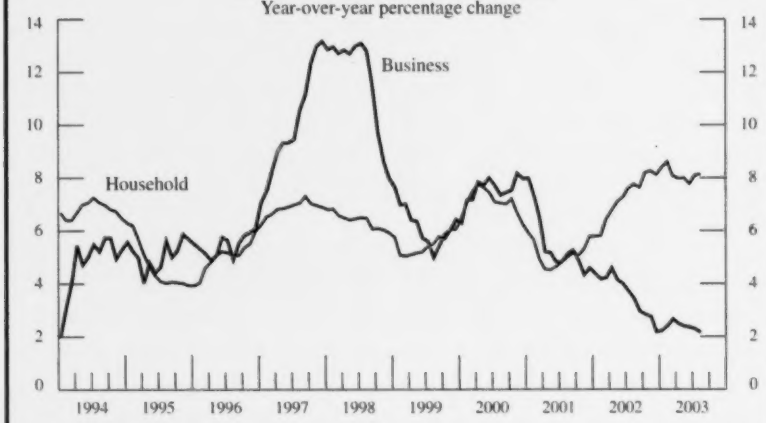
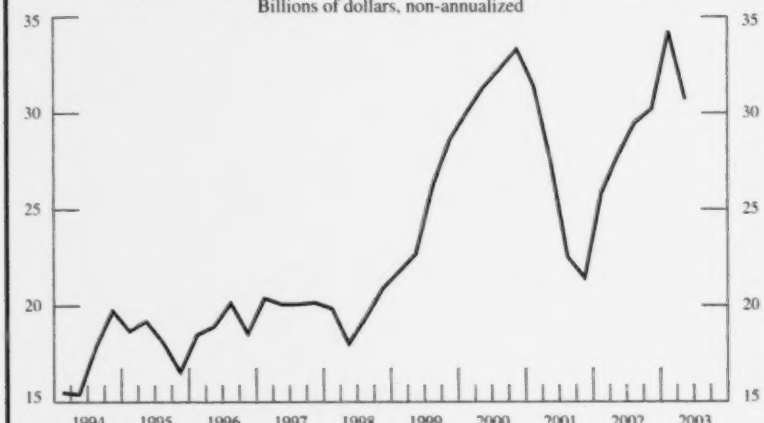


Chart 13

Quarterly Operating Profits for Non-Financial Industries

Billions of dollars, non-annualized



Source: Statistics Canada

. . . but growth in household credit has remained strong.

In contrast to business credit, growth in household credit, particularly mortgage credit, has remained strong. This reflects favourable credit conditions (particularly low mortgage rates) in addition to sustained, albeit more modest, income growth. Despite recent increases in mortgage rates, the estimated debt-service ratio remains below its average over the last decade. Furthermore, although households continue to accumulate debt, their balance sheets are still healthy, supported mainly by strong gains in housing prices.

Interest rates across the term structure have fallen . . .

Interest rates across the term structure have fallen in Canada since April, with a larger decline for short-term instruments, leading to a steepening of the yield curve (Chart 14). The lower level of short-term market interest rates reflects not only the lower policy rate, but also market expectations that short-term rates will stay low and stable for some time. Over the same period, medium- and longer-term yields have been subject to sharp swings, falling abruptly between April and June and rebounding as the outlook for global growth improved, led by increasing confidence in the U.S. economic recovery (Technical Box 2). These movements in bond yields have been a global phenomenon, most pronounced in the U.S. and Japanese markets.

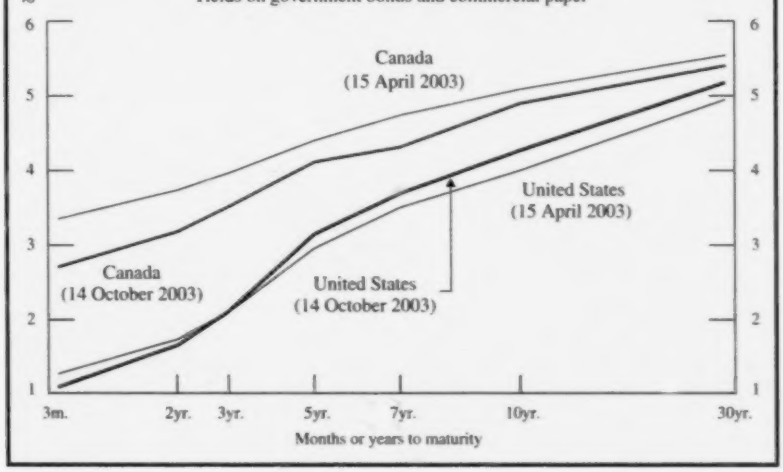
. . . and the Canadian dollar has risen further.

Since reaching a three-year high of approximately 69 cents U.S. at the time of the last *Report*, the Canadian dollar has continued its sharp appreciation, rising above 75 cents in October (Chart 15). Like many currencies, the Canadian dollar was influenced by the broad-based weakness in the U.S. dollar over the period.

Chart 14

Term Structure of Interest Rates in Canada and the United States

Yields on government bonds and commercial paper



The Canadian dollar was further supported by rising commodity prices and the smaller amount of excess capacity in the Canadian economy than in the U.S. economy.

Chart 15

Canadian Dollar Exchange Rate

* C-6 currencies: U.S. dollar, euro, yen, U.K. pound, Swedish krona, and Swiss franc
** C-5 currencies: excludes U.S. dollar

Technical Box 2

Recent Developments in Long-Term Interest Rates

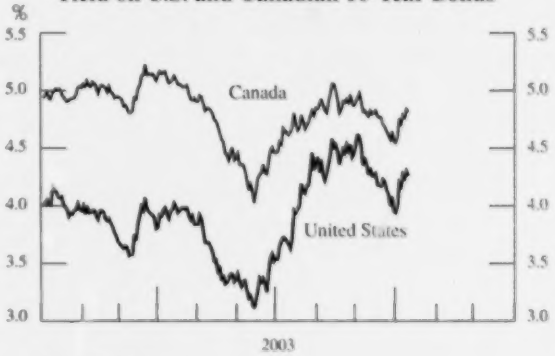
Yields on longer-term bonds in Canada have been unusually volatile since April 2003, first falling to near-historic lows and then returning rapidly to previous levels. This movement followed that in other major markets, notably the U.S. Treasury market (see chart).

The decline in bond yields from April to June was caused mainly by three fundamental developments in the U.S. Treasury market: increasing concern about a continued fall in inflation, rising uncertainty surrounding the recovery of the U.S. economy, and growing speculation that the Federal Reserve would resort to direct intervention in the bond market. These influences caused yields on longer-term U.S. bonds to fall dramatically, reaching historic lows on 13 June. Given the relatively close linkages between G-7 debt markets, yields in other bond markets followed. Technical factors also played a role. The rapid decline in interest rates generated a large amount of mortgage refinancing. Holders of mortgage-backed securities then implemented hedging strategies that resulted in higher demand for government bonds and, hence, lower yields. To mitigate the appreciation of their currencies in this climate, some foreign central banks purchased substantial amounts of U.S.-dollar reserves, investing them in U.S. government debt.

A key factor in reversing this downward trend in bond yields came on 25 June, when the FOMC lowered the target for the federal funds rate by 25 basis points rather than the 50 basis points that the market had expected. Markets interpreted the accompanying press release as relatively optimistic for the U.S. economic outlook, reducing the likelihood of any unorthodox policy. Yields on longer-term bonds began to rise sharply, and some of the same technical factors that had exacerbated the decline in yields now worked in the opposite direction, leading yields to overshoot on the up side. Broadly improving economic circumstances in the United States and Japan, as well as the increase in expected U.S. government budget deficits, signalled in the 15 July Budget Review, also pushed government bond yields higher. Yields have subsequently moved back towards the levels that prevailed in early 2003.

In Canada, signs of slowing economic activity and lower policy rates over the summer have tempered the rise in yields on longer-term bonds, leading to a substantial tightening in Canada-U.S. interest rate spreads. The difference between yields on Canadian and U.S. 10-year bonds contracted from approximately 130 basis points in mid-May to about 55 basis points in mid-October, which is now well within the normal historical range.

Yield on U.S. and Canadian 10-Year Bonds



Source: Bloomberg

4. THE OUTLOOK FOR INFLATION

International background

Global economic conditions have brightened . . .

Global economic conditions have brightened since the April *Report*, supported by monetary and fiscal stimulus. While geopolitical uncertainty has waned, growing imbalances in the global economy pose their own challenges.

. . . and short-term risks to the U.S. outlook now seem better balanced.

In the United States, economic prospects have improved since the July *Update*, and short-term risks to the outlook for growth now seem better balanced. U.S. economic activity is projected to increase at a rate significantly above the economy's growth potential in the second half of the year, boosted by tax rebates to households and an upswing in business spending. Continued stimulative monetary and fiscal policies and the past depreciation of the U.S. dollar should support the economic expansion into 2004. Sustained domestic demand should encourage business to restock. On an average annual basis, real GDP is projected to increase by about 2 3/4 per cent in 2003. This is more than was projected in both the last *Update* and the April *Report* and reflects the apparent revival in business confidence and spending. The Bank expects that U.S. economic activity will pick up to a rate of about 4 per cent in 2004, which is similar to expectations at the time of the April *Report* and July *Update*, and assumes in its base case that output will continue to grow above the rate of growth of potential in 2005. The projection for 2003 is slightly higher than the most recent average private sector consensus forecast, while that for 2004 is similar.

U.S. growth is expected to average about 2 3/4 per cent in 2003 and pick up to about 4 per cent in 2004.

In the euro area, domestic demand remains weak. On an average annual basis, the Bank projects economic growth in the euro area of about 1/2 per cent in 2003, rising to about 1 1/2 per cent in 2004.

Led by robust growth in China and India, the emerging Asian economies are expected to register the fastest rate of expansion of any world region this year and next. Although the SARS outbreak has affected many countries in the area, its economic impact was limited, and local activity is returning to normal. In Japan, economic momentum appears to be picking up more rapidly than was assumed, as strengthening demand in the rest of Asia provides a boost to Japanese exports. Structural difficulties persist, however, and this suggests that growth will likely remain moderate over the near term. A 2 3/4 per cent expansion in the Japanese economy is projected in 2003, followed by growth of about 1 1/2 per cent in 2004.

The expected strengthening in the pace of global economic expansion and robust demand in a number of Asian economies should contribute to further increases in the U.S.-dollar price of non-energy commodities in 2004. Crude oil prices, on the other hand, are assumed to ease to about US$27 per barrel next year and remain there in 2005, based on the assumption of a continued gradual recovery in Iraqi oil production. Natural gas prices are expected to remain near their current levels in coming months. These assumptions are close to current market expectations (Chart 16).

Chart 16

Crude Oil and Natural Gas: Spot and Futures Prices

* Spot price for crude oil (8 October 2003)
• Spot price for natural gas (8 October 2003)
Source: Canadian Enerdata Ltd., *Canadian Gas Price Reporter*

Global imbalances

Risks associated with global imbalances remain.

Although a global economic recovery appears to be underway, some risks associated with global imbalances remain.

Because of various factors, including stronger growth in the United States than elsewhere in recent years, external imbalances have widened. The correction of these imbalances will require a relative slowing of domestic demand in the United States and a strengthening of demand elsewhere. And this will require some further significant adjustments in real exchange rates among currencies in industrial and emerging-market countries. In view of the amount of excess supply in the global economy, such correction must take place alongside a strengthening of global demand.

Meanwhile, growing fiscal indebtedness in many countries is absorbing an increasing portion of global savings. At some point in the medium term, this could lead to higher-than-normal real interest rates, which would crowd out private investment. Eventually, fiscal consolidation will be required to ensure fiscal sustainability. This will be especially important in industrial countries where an aging population will affect longer-term fiscal positions.

Aggregate demand and supply in Canada

Conditions are in place for stronger economic growth in Canada.

Current conditions bode well for stronger growth in the Canadian economy. The economic rebound in the United States appears to be stronger than previously anticipated, and recent indicators of Canadian household spending have also been more buoyant than expected. Overall, economic growth is projected to average close to 3 1/4 per cent in the second half of this year. This outlook also incorporates expectations of a gradual improvement in the level of travel to Canada by foreigners, as well as the effect of a partial lifting of the ban on exports of Canadian beef products. Some rebound in activity is therefore expected in industries that have been adversely affected by SARS and BSE (Technical Box 1).

The rate of economic growth is projected to remain above that of production capacity through 2004 such that the slack that developed in the economy this year will be absorbed by early 2005. Because the boost to Canadian exports from the anticipated continuing recovery in the U.S. economy will be dampened by the earlier appreciation of the Canadian dollar (Technical Box 3), much of the growth in aggregate demand will have to come from domestic sources. Household spending is expected to rise at a moderate pace, supported by continued monetary stimulus. Business investment should grow strongly with the evidence of a strengthening U.S. economy, the recent improvement in financial conditions, the recovery in business confidence, and the lower costs of imported machinery and equipment arising from the increased value of the Canadian dollar against the U.S. dollar.

Growth is expected to average about 2 per cent in 2003 and to outpace the economy's production potential during 2004.

This outlook implies real GDP growth, on an average annual basis, of about 2 per cent in 2003 and 3 1/4 per cent in 2004. While lower than that shown in the April *Report*, the projection for 2003 is the same as that in the July *Update*. The projections for both 2003 and 2004 are roughly similar to the most recent average private sector consensus forecasts.

This economic outlook is consistent with modest increases in employment to the end of 2004, given a likely robust pickup in labour productivity growth over this period.

Technical Box 3

The Sectoral Impacts of an Appreciating Canadian Dollar

Canada's floating exchange rate is an important mechanism that allows the Canadian economy to adjust to economic developments. These can include movements in relative world prices, changes in capital flows, or divergent economic conditions across countries. The overall effect on the aggregate economy of a change in the exchange rate will depend on the underlying forces behind the movement, and on the persistence of the change. Although it is difficult to assess with certainty, the recent appreciation of the Canadian dollar likely reflects a number of factors. Among them are the broader multilateral adjustment in the U.S. real exchange rate, the rise in commodity prices, and the relative cyclical positions of the Canadian and U.S. economies.

Everything else held equal, an appreciation of the Canadian dollar reduces the demand for Canadian-produced traded goods and services. The extent of this impact varies across sectors, depending on exposures to international trade. Industries that are highly export oriented or that face strong foreign competition in their domestic markets would tend to be most affected by the appreciation. In contrast, industries that rely on imported inputs would benefit from lower production costs. The use of currency hedging, supply agreements, and sales contracts, together with the extent to which firms absorb the effect of the appreciation in their profit margins, may temporarily lessen the effects on trade.

Dion (1999–2000) computes the net exposures of various sectors to international trade. That exposure is calculated by adding the proportion of production that is exported and the extent of import competition, and subtracting the share of imported inputs in production.[1] He finds that net exposures to trade vary considerably across industries. It is relatively high in primary sectors, such as mining, crude oil, natural gas, and forest products, as well as in high-tech manufacturing industries, such as machinery, electrical, and electronic products. On the other hand, it is relatively low in several other primary industries, in construction, in services, and in certain manufacturing industries, such as food, beverages, tobacco, printing and publishing, and refined petroleum products.

Thus, the recent appreciation of the Canadian dollar will have a dampening effect on exports of Canadian goods and services and will shift activity towards domestic demand.

Estimates of Trade Exposures for Selected Industries

Industry (1996)	Export orientation (1)	Imported inputs in production (2)	Import competition (3)	Exposure (1) - (2) + (3)
Crude oil and natural gas	0.57	0.03	0.37	0.91
Paper	0.62	0.08	0.22	0.76
Machinery	0.77	0.27	0.86	1.36
Transportation equipment	0.84	0.43	0.37	0.78
Electrical products	0.76	0.29	0.78	1.25
Refined petroleum products	0.22	0.36	0.13	-0.01
Construction	0	0.12	0	-0.12

1. Dion uses input-output data in current dollars produced by Statistics Canada for 33 sectors over the 1961–96 period. Net exposure is calculated using the following operational definition of exposure: $EX_i = (X_i/O_i) - \left(M_i^I/O_i\right) + \left(M_i^C/C_i\right)$, where EX represents exposure, X is exports, O is gross output, M^I is imported inputs, M^C is imports of competing core products, and C is apparent domestic consumption of core products.

Measures of inflation expectations

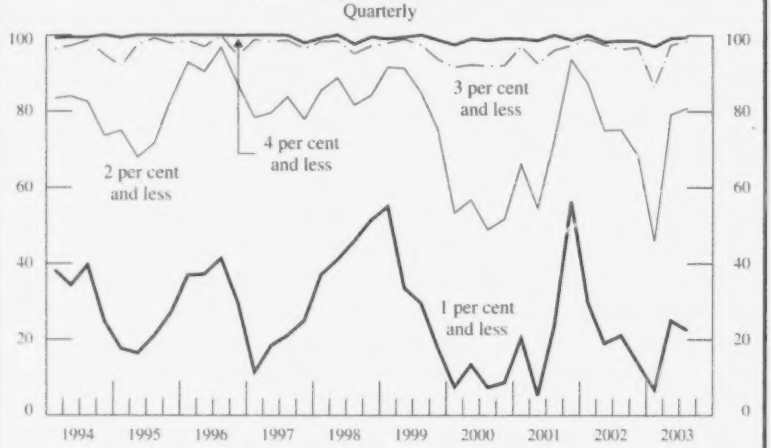
Virtually all measures of inflation expectations have decreased since mid-April.

Virtually all of the measures of inflation expectations that the Bank follows have decreased since mid-April, and all the medium- and longer-term measures are now close to 2 per cent. In the regular survey reported in the Conference Board of Canada's autumn *Index of Business Confidence*, 81 per cent of respondents expected prices, in general, to rise over the next six months at a rate of 2 per cent or less (Chart 17). This proportion is up from 46 per cent last spring. In addition, the percentage of firms in the Bank's regional survey that expect CPI inflation to exceed 3 per cent on average over the next two years has fallen to 4 per cent in the most recent survey, compared with 26 per cent in the survey conducted near the start of 2003. While the average private sector forecast for total CPI inflation in 2004 has edged down to 1.7 per cent, typical forecasts of longer-term inflation continue to be very close to 2 per cent. As well, the yield differential between 30-year conventional and Real Return bonds has, on balance, remained close to 2 per cent (Chart 18).

Chart 17

Percentage Distribution of Expected Price Increases over the Next Six Months

Quarterly

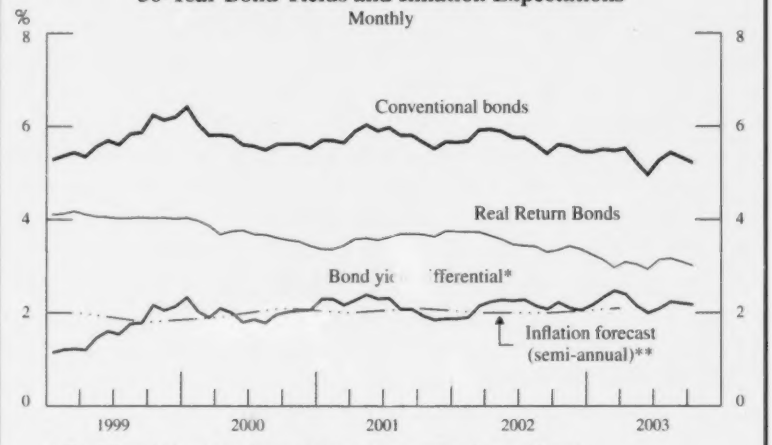


Source: Conference Board of Canada, *Index of Business Confidence*

Chart 18

30-Year Bond Yields and Inflation Expectations

Monthly



* The differential is calculated using the appropriate compound interest formula.
** CPI inflation forecast 6 to 10 years ahead. Source: Consensus Economics Inc.

Other factors affecting inflation

The effect of earlier large increases in insurance premiums on core inflation should continue to diminish.

The impact of earlier large increases in insurance premiums on core inflation is expected to continue diminishing into early 2004. Indeed, there is a strong possibility that auto insurance premiums will decrease markedly in a number of provinces in coming months, reflecting either legislated or proposed provincial government initiatives.

Price discounting in industries adversely affected by SARS should diminish in coming months as activity returns to more normal levels. Similarly, price discounting of goods should also diminish as retailers complete their inventory adjustment.

However, the recent substantial appreciation of the Canadian dollar is likely to be a continuing source of downward pressure on core inflation until the end of 2004—although there is considerable uncertainty about the extent of the pass-through of exchange rate movements to consumer prices. The effect is expected to be larger on total CPI inflation than on the core rate and is expected to be in the nature of a one-off price-level movement.

Increases in labour compensation are expected to move up slightly in 2004.

Increases in labour compensation are expected to move up slightly through 2004, as labour market conditions improve. Nevertheless, with labour-productivity growth likely to resume over this period, growth in unit labour costs is expected to move down somewhat below 2 per cent through 2004.

Implications of money growth for inflation

Growth in the narrow monetary aggregates—gross M1, M1+, M1++ —has picked up appreciably since the last *Report*, following a temporary but pronounced slowdown earlier this year (Chart 19). This reflects a return in the demand for money from abnormally weak levels to levels that are consistent with the current low interest rate environment. Earlier this year, both households and firms were drawing down the precautionary balances amassed in 2002 in the face of weak equity prices, increasing financial turbulence, and rising geopolitical uncertainty.

Chart 19

Narrow Money Growth

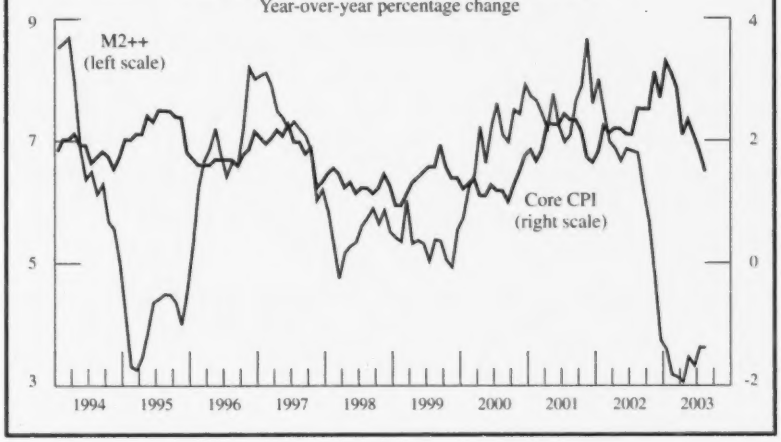
Year-over-year percentage change

Households continue to redistribute their investment portfolios, shifting from holdings of money-market and equity-based mutual funds towards fixed-term deposits and fixed-income mutual funds. The shift out of financial holdings and into real assets is also continuing, evidenced by the strength of the housing market over the last year. Despite this development, the growth rate of M2++ has picked up somewhat since the last *Report*, owing largely to the faster growth of the narrow money aggregates (Chart 20). With growth in M2++ firming, one downside risk to the inflation outlook has lessened.

Chart 20

Core Inflation and Broad Money Growth

Year-over-year percentage change



Inflation projection

The amount of slack in the economy should be a source of some downward pressure on inflation over the projection horizon. The effect on core inflation of the earlier hikes in insurance premiums should continue to diminish. And the earlier substantial appreciation of the Canadian dollar should continue to put downward pressure on the core rate over the remainder of 2003 and through 2004.

On the other hand, the recent price discounting in a number of industries (e.g., tourism-related) and retail sectors is likely to moderate in coming months, as activity in these industries and retail inventories return to more normal levels.

Core inflation is expected to trough at just above 1 per cent in early 2004 . . .

On balance, the core rate of inflation is expected to be just over 1 1/2 per cent over the remainder of 2003.[4] As the effects of earlier large increases in insurance premiums fully dissipate, core inflation is projected to fall to just above 1 per cent in early 2004, before moving back towards the 2 per cent target. Core inflation is expected to return to 2 per cent by mid-2005 (Table 1). The downward pressure on inflation arising from slack in the economy should diminish as this slack is gradually absorbed through 2004.

. . . before moving back to about 2 per cent by mid-2005.

Core inflation could be somewhat lower than projected over the next several quarters if some of the increases in auto insurance

4. Both core and total CPI inflation are expected to rise temporarily in December 2003 as a result of an echo effect associated with the first rebate on Ontario electricity prices in December 2002.

premiums are reversed. Indeed, if all the changes that have been publicly discussed were implemented soon, the core rate projected between the fourth quarter of 2003 and the third quarter of 2004 would be lower than in the base-case scenario shown in Table 1, by 0.2 to 0.3 percentage points. It should be noted that there is considerable uncertainty regarding the timing and magnitude of these possible reversals. These effects are essentially one-off shocks and, if seen as such, should have little effect on inflation expectations and the outlook for inflation in 2005.

Table 1
Projection for Core and Total CPI Inflation
Year-over-year percentage change

	2003		2004			2005	
	Q3	Q4	Q1	Q2	H2	H1	H2
Core inflation	1.6 (*2.5*)	1.6 (*2.4*)	1.2 (*2.0*)	1.6 (*2.0*)	1.7 (*2.0*)	1.9 (*2.0*)	2.0
Total CPI	2.1 (*2.8*)	1.7 (*2.4*)	0.9 (*1.2*)	1.4 (*1.5*)	1.5 (*1.8*)	1.8 (*2.0*)	2.0
Assumption for the Price of West Texas Intermediate Crude Oil (US$ per barrel)							
WTI (level)	30 (*27*)	30 (*25*)	28 (*25*)	27 (*25*)	27 (*25*)	27 (*25*)	27

Figures in brackets are from the April *Report*.

Total CPI inflation is likely to move below the core rate in 2004.

Developments in the markets for crude oil will continue to have an important impact on the outlook for the 12-month rate of increase in the total CPI (Chart 16). On the assumption that oil prices will ease to about US$27 per barrel next year and remain there in 2005, total CPI inflation is projected to fall below core inflation in 2004 and to return to 2 per cent by mid-2005.

BIBLIOGRAPHY

Bank of Canada. 1991. "Targets for reducing inflation: Announcements and background material." *Bank of Canada Review* (March): 3–21.

_____. 1991. "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3–23.

_____. 2001. "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target." Press Release (17 May 2001) and Background Information. Reprinted in *Bank of Canada Review* (Summer): 57–67.

Canada. Statistics Canada. *Labour Force Information*. Statistics Canada Catalogue No. 71-001-PPB (monthly). Ottawa: Public Works and Government Services Canada. Various issues.

Conference Board of Canada. 2003. *Index of Business Confidence* (Autumn).

_____. 2003. *Index of Consumer Attitudes* (September).

Consensus Economics Inc. 2003. *Consensus Forecasts*. Various issues.

Crawford, A. 2001. "Predictability of Average Inflation over Long Time Horizons." *Bank of Canada Review* (Autumn): 13–20.

Dion, R. 1999–2000. "Trends in Canada's Merchandise Trade." *Bank of Canada Review* (Winter): 29–41.

King, M.R. 2003. "Income Trusts—Understanding the Issues." Bank of Canada Working Paper No. 2003–25.

Macklem, T. 2001. "A New Measure of Core Inflation." *Bank of Canada Review* (Autumn): 3–12.

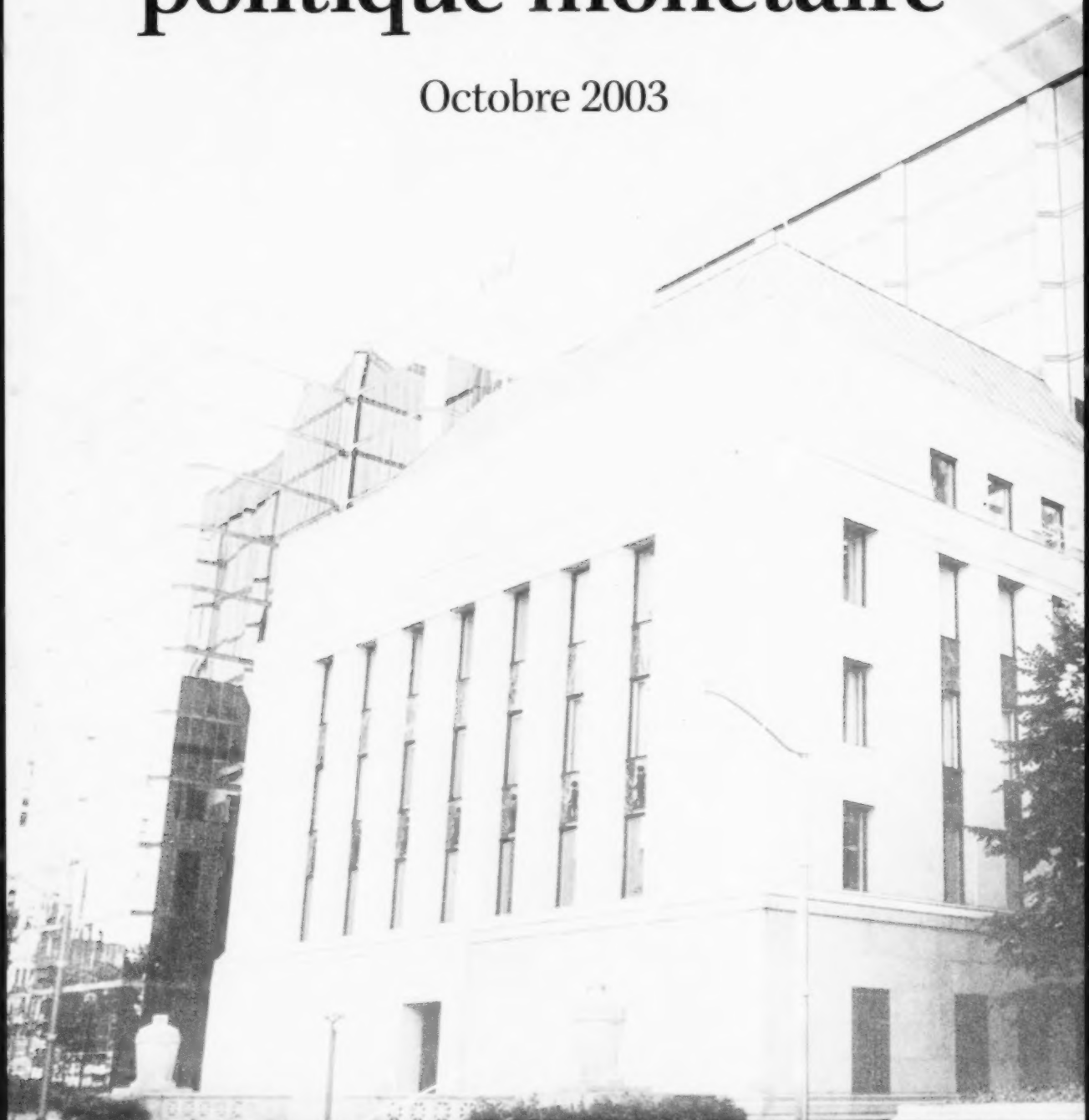
The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
Web site: http://www.bankofcanada.ca

BANQUE DU CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2003



La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.

- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.

- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. Cette fourchette cible de maîtrise de l'inflation a été reconduite à quelques reprises, la dernière fois en mai 2001, lorsqu'il a été décidé d'en prolonger l'application jusqu'à la fin de 2006. La politique monétaire continuera donc d'être axée sur le maintien du taux d'inflation à 2 %, soit le point médian de la fourchette, afin de maximiser la probabilité que l'inflation demeure à l'intérieur de celle-ci et d'accroître la prévisibilité de l'inflation à long terme (Crawford, 2001).

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur un indice qui mesure l'inflation fondamentale — appelé *indice de référence* — en excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Cet indice est généralement un meilleur indicateur des mouvements futurs de l'IPC global que ne le sont les variations passées de l'IPC (Macklem, 2001).

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

5111
CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— Octobre 2003 —

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay, David Longworth et Mark Carney.

Nul ne peut prédire le type de chocs que notre économie subira dans l'avenir, mais nous savons qu'elle en connaîtra. Ce qui importe, c'est que nous ayons un cadre économique et financier robuste qui nous permet de faire face aux perturbations et de saisir les occasions de progrès à mesure qu'elles se présentent. C'est ce genre de cadre qui donne aux entreprises et aux investisseurs la confiance dont ils ont besoin pour prendre des risques et innover.

David Dodge

Gouverneur, Banque du Canada
10 septembre 2003

TABLE DES MATIÈRES

1. Vue d'ensemble 5

2. L'évolution récente de l'inflation 8

L'inflation et la cible de 2 % 8
Les facteurs qui influent sur l'inflation 11

3. L'évolution financière 17

4. Les perspectives en matière d'inflation 22

La conjoncture internationale 22
Les déséquilibres dans le monde 23
La demande et l'offre globales au Canada 24
La mesure des attentes relatives à l'inflation 26
Les autres facteurs qui influent sur l'inflation 28
L'incidence de la croissance de la masse monétaire sur l'inflation 28
Les prévisions relatives à l'inflation 30

Bibliographie 32

Notes techniques

1. L'incidence économique estimative de récents chocs de nature inhabituelle 12
2. L'évolution récente des taux d'intérêt à long terme 21
3. Les répercussions sectorielles de l'appréciation du dollar canadien 25

1. VUE D'ENSEMBLE

Dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*, nous indiquions que l'inflation avait dépassé de beaucoup la cible de 2 % visée par la Banque du Canada et que les attentes d'inflation à court terme s'étaient orientées à la hausse. Bien que la montée de l'inflation ait été alimentée par des facteurs spéciaux, tels que la majoration des primes d'assurance et des coûts de l'énergie, des signes montraient aussi que les pressions s'exerçant sur les prix se généralisaient sous l'effet de la vigueur de la demande intérieure. En avril, nous prévoyions que la croissance de l'économie canadienne atteindrait 2 1/2 % en moyenne pour les trois premiers trimestres de l'année et que l'inflation mesurée par l'indice de référence redescendrait à 2 % avant le début de 2004.

Or, l'expansion a été plus modérée que prévu et ne devrait vraisemblablement se chiffrer qu'à un peu plus de 1 1/2 % en moyenne pour les trois premiers trimestres de 2003. Par conséquent, la Banque estime maintenant que la marge de capacités excédentaires au sein de l'économie est plus élevée qu'elle ne s'y attendait en avril. En outre, le repli de l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est produit plus tôt et a été plus prononcé que ce que la Banque avait projeté, et les indicateurs des attentes relatives à l'inflation ont presque tous fléchi depuis avril.

La baisse du taux d'accroissement de l'indice de référence est attribuable à plusieurs imprévus survenus au cours des six derniers mois, dont la faiblesse généralisée des prix de produits comme les automobiles et les vêtements, les rabais substantiels consentis par le secteur touristique à la suite de la crise du syndrome respiratoire aigu sévère (SRAS) et l'atténuation un peu plus rapide qu'on ne l'anticipait des pressions provoquées par la majoration des primes d'assurance. La dépréciation marquée de la devise américaine a également contribué à la faiblesse des prix des biens au Canada. Le dollar canadien s'est échangé à 72 1/2 cents É.-U. en moyenne depuis la parution, en juillet, de la *Mise à jour* du *Rapport sur la politique monétaire*, ce qui représente une forte augmentation comparativement au niveau de 69 cents atteint au moment de la publication du *Rapport* d'avril.

Il semble maintenant que l'inflation mesurée par l'indice de référence demeurera sous la barre des 2 % jusqu'au milieu de 2005, compte tenu de l'offre excédentaire au sein de l'économie, de la modération des hausses des primes d'assurance et de l'incidence restante de la remontée passée du dollar canadien.

Modifications du taux cible du financement à un jour depuis la parution du *Rapport* d'avril :

3 juin — aucune modification

15 juillet — abaissé de 25 points de base à 3,00 %

3 septembre — abaissé de 25 points de base à 2,75 %

15 octobre — aucune modification

Les données que renferme le présent rapport sont celles qui étaient disponibles à la date d'annonce préétablie du 15 octobre 2003.

Graphique 1

Taux du papier commercial à 90 jours, taux cible du financement à un jour et taux cible des fonds fédéraux américains

Dans ce climat, la Banque du Canada a abaissé le taux cible du financement à un jour de 50 points de base au total depuis la publication du *Rapport* d'avril, pour l'établir à 2,75 % (Graphique 1). Cette mesure a été prise afin de favoriser un retour de l'activité économique à des niveaux compatibles avec un équilibre global entre l'offre et la demande, dans l'optique de ramener l'inflation au taux cible de 2 % à moyen terme.

En dépit de la morosité de l'activité au deuxième trimestre et des chocs additionnels survenus au troisième trimestre, tels que la panne générale d'électricité en Ontario, beaucoup de signes encourageants ont pu être observés. L'expansion de la demande intérieure finale est demeurée robuste et les retombées négatives de certains chocs récents commencent à se dissiper. La correction à la baisse des stocks, qui s'était amorcée plus tôt cette année, est maintenant très avancée. La conjoncture économique à l'échelle internationale s'est améliorée depuis la parution de la livraison d'avril et, selon de récentes données, la reprise attendue aux États-Unis s'est engagée plus rapidement et sera plus soutenue qu'on ne l'avait d'abord escompté. Les conditions financières sont également favorables à la croissance.

La Banque continue de prévoir que l'expansion de l'économie canadienne se raffermira au quatrième trimestre de 2003 et en 2004. Dans l'ensemble, le rythme de progression de l'activité devrait s'établir au cours de cette période au-dessus de celui de la production potentielle, grâce surtout à la solidité de la dépense des ménages et à la hausse des investissements des entreprises. Le renforcement

de la croissance à l'étranger devrait aussi insuffler un élan aux exportations de biens et services canadiens, mais celui-ci sera freiné par l'appréciation de notre monnaie.

Des risques pèsent sur ces perspectives relativement au moment et à l'ampleur des ajustements que devront subir, dans les divers pays, la demande, les prix et les taux de change face aux déséqui-libres économiques mondiaux. Il y a notamment incertitude quant à l'évolution probable des taux de change des grandes monnaies du monde ainsi qu'à son incidence sur l'économie canadienne. On ne sait pas non plus si l'expansion de l'économie des États-Unis se poursuivra au-delà du premier semestre de 2004. La Banque surveillera de près et évaluera soigneusement les répercussions possibles, sur la demande et l'inflation au Canada, des ajustements qui se produiront dans le monde.

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

L'inflation mesurée par l'indice de référence a baissé considérablement depuis février et se situait, en août, sous la cible de maîtrise de l'inflation de 2 % visée par la Banque. Pour sa part, le taux d'accroissement de l'IPC global a chuté de façon plus marquée encore en raison du tassement, en glissement annuel, des hausses des prix de l'essence et du mazout.

L'inflation et la cible de 2 %

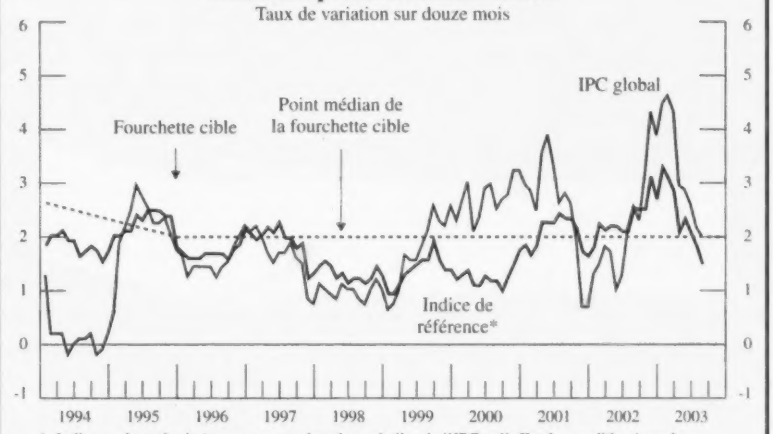
L'inflation mesurée par l'indice de référence a baissé considérablement depuis février...

L'inflation mesurée par l'indice de référence a reculé plus rapidement que ce que nous avions prévu dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire* et dans la *Mise à jour* de juillet (Graphique 2)[1]. Le taux d'augmentation de cet indice s'établissait à 1,5 % en août, comparativement à 3,1 % en février. Les autres mesures de l'inflation tendancielle que la Banque suit de près se sont aussi fortement repliées et, en août, elles étaient très près du niveau de l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 3).

Graphique 2

Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur douze mois



* Indice excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

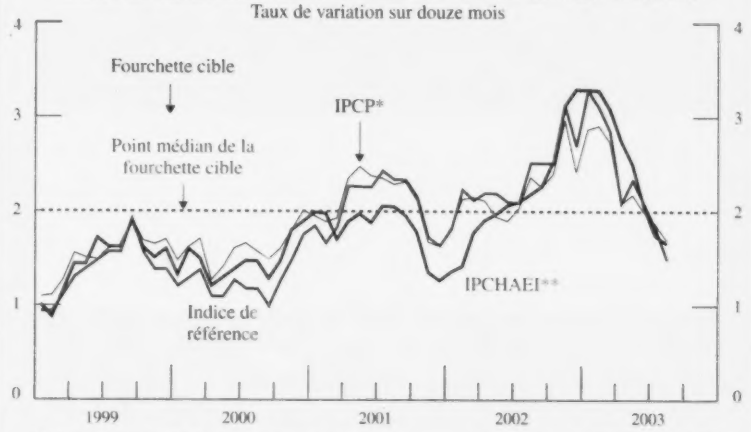
Au moment de la parution du *Rapport* d'avril, le taux d'accroissement aussi bien de l'indice de référence que de l'IPC global dépassait nettement la cible de 2 % de la Banque. Même si cette situation tenait pour beaucoup à des facteurs ponctuels, certaines données

1. L'indice de référence exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Les huit composantes exclues sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.

Graphique 3

Indice de référence et autres mesures de l'inflation tendancielle

Taux de variation sur douze mois



* Dans la mesure IPCP, la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC est multipliée par un coefficient qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante.

** La mesure IPCHAEI exclut l'alimentation, l'énergie et l'effet des modifications des impôts indirects.

indiquaient que les pressions sur les prix provenaient aussi en partie de la vigueur de la demande intérieure. On prévoyait que l'inflation mesurée par l'indice de référence demeurerait supérieure à la cible de 2 % tout au long de 2003 puis qu'elle redescendrait à 2 % au début de 2004, à la faveur de l'atténuation de l'influence des facteurs ponctuels (comme la majoration substantielle des primes d'assurance enregistrée un an plus tôt). En réalité, l'inflation mesurée par l'indice de référence a fléchi plus rapidement et davantage que prévu.

Cette baisse étonnamment prompte et marquée est la résultante de plusieurs phénomènes inattendus observés ces six derniers mois : la faiblesse généralisée des prix de bon nombre de biens; les retombées négatives sur le plan économique de la crise du SRAS et d'un cas isolé de maladie de la vache folle ainsi que la résorption un peu plus rapide qu'escompté de l'incidence des facteurs ponctuels.

Le plus notable de ces phénomènes est l'ampleur de la réduction du prix de nombreux biens durables et semi-durables, comme les automobiles et les vêtements. Nous ne connaissons pas très bien l'importance relative des diverses causes de ce repli. Les pressions à la baisse qu'ont subies les prix de ces biens tiennent en partie aux rabais consentis par les détaillants dans le but de réduire l'accumulation involontaire de leurs stocks. Les pressions baissières que la diminution des prix mondiaux de nombreux biens et l'appréciation du dollar canadien ont exercées sur les prix des importations ont également été plus vives que prévu.

Accentué par l'épidémie temporaire de SRAS dans la région métropolitaine de Toronto, le recul substantiel des dépenses liées à

l'activité touristique a entraîné une forte réduction des prix des services connexes. Ceux-ci devraient revenir à des niveaux plus normaux avec la disparition graduelle des répercussions de la crise du SRAS. Les prix du bœuf au pays, à la production comme à la consommation, ont aussi fléchi ces derniers mois, sous l'effet de l'accumulation des stocks attribuable à l'embargo imposé par les États-Unis et d'autres pays sur les produits du bœuf canadiens.

Parmi les facteurs ponctuels qui influent sur l'inflation mesurée par l'indice de référence, les augmentations substantielles des primes d'assurance automobile et d'assurance habitation tiennent une grande place. Il convient de signaler que, ces six derniers mois, le relèvement des primes d'assurance automobile a été un peu moindre que prévu.

... tout comme le taux d'augmentation de l'IPC global.

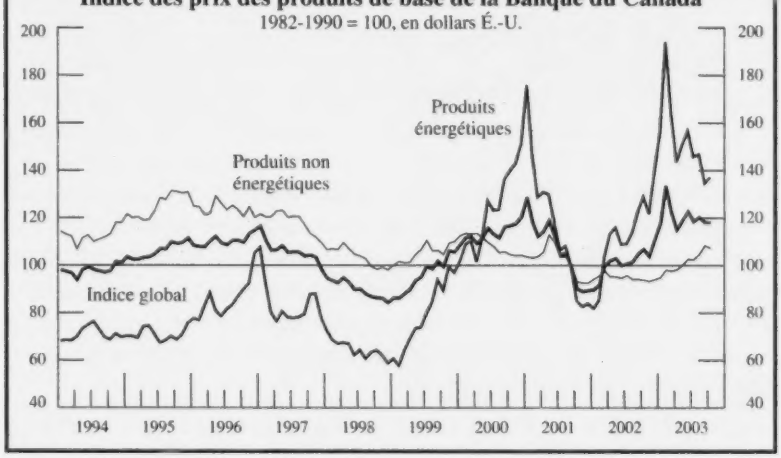
Le taux d'accroissement sur 12 mois de l'IPC global s'est établi à 2,0 % en août, comparativement à 4,6 % en février, le repli prononcé de la hausse en glissement annuel des prix à la consommation de l'essence et du mazout étant venu s'ajouter aux facteurs qui faisaient reculer l'inflation mesurée par l'indice de référence. Dans l'ensemble, les cours du pétrole brut se replient depuis la mi-mars, mais à un rythme moins rapide que ce que nous avions prévu dans la dernière livraison du *Rapport*.

À l'inverse, les prix des produits de base non énergétiques ont poursuivi leur remontée (Graphique 4). Les signes de la vigueur de la demande en Asie et du raffermissement de la croissance aux États-Unis ont contribué à la hausse des prix des métaux communs, tandis que la contraction de l'offre (aggravée par les incendies de forêt qui ont éclaté en Colombie-Britannique cet été) et la demande de logements toujours robuste ont favorisé le renchérissement du bois d'œuvre.

Graphique 4

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada

1982-1990 = 100, en dollars É.-U.



Les facteurs qui influent sur l'inflation

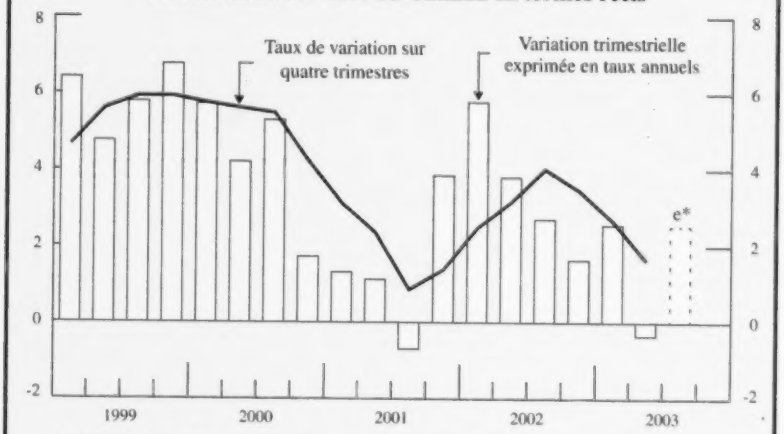
La demande globale

Le PIB réel du Canada s'est inscrit en baisse au deuxième trimestre...

Le PIB réel du Canada a progressé à un rythme modéré au premier trimestre de 2003 (Graphique 5), mais a fléchi de 0,3 % en taux annualisé au deuxième, ce qui est plus faible que ce que nous prévoyions dans la dernière livraison du *Rapport*[2]. Les indicateurs les plus récents de la dépense et de l'activité indiquent que la croissance aurait repris au troisième trimestre, mais qu'elle serait demeurée légèrement en deçà du plein potentiel, se chiffrant à environ 2 1/2 %.

Graphique 5

Produit intérieur brut du Canada en termes réels



* La lettre « e » indique qu'il s'agit d'une estimation fondée sur les données disponibles.

... sous l'effet de la réduction prononcée du rythme d'accumulation des stocks des entreprises.

L'ampleur inattendue de la chute des investissements en stocks a largement contribué à l'atonie de l'activité globale au deuxième trimestre de 2003. Les détaillants et les grossistes ont fortement réduit le rythme d'accumulation de leurs stocks au deuxième trimestre, après avoir vu ceux-ci augmenter de façon considérable le trimestre précédent. Le tassement de l'activité économique aux deuxième et troisième trimestres a aussi été accentué par un certain nombre de chocs inhabituels (Note technique 1).

Certains facteurs favorables ont toutefois fourni un soutien à l'économie. Ainsi, à la faveur des bas taux d'intérêt, les dépenses des ménages ont affiché une progression robuste (Graphique 6). En particulier, les dépenses en logement sont demeurées vigoureuses

2. Statistique Canada a signalé que les estimations du deuxième trimestre étaient entachées d'une incertitude plus grande qu'en temps normal, car la volatilité du taux de change a rendu difficile l'évaluation des échanges commerciaux.

Note technique 1

L'incidence économique estimative de récents chocs de nature inhabituelle

Depuis février, l'économie canadienne a subi plusieurs chocs inhabituels et passagers, dont l'épidémie de SRAS, la découverte d'un cas de maladie de la vache folle, la panne générale d'électricité en Ontario et les graves incendies de forêt en Colombie-Britannique. La Banque estime que ces chocs ont retranché directement environ 0,7 point de pourcentage à la croissance (exprimée en rythme annuel) au deuxième trimestre et quelque 0,6 point au troisième trimestre (elle n'a pas tenté de quantifier les effets indirects). Étant donné la nature transitoire de ces chocs, on s'attend à un bond de la croissance au quatrième trimestre.

Bien que le premier cas avéré de SRAS au Canada date du 23 février, c'est au second trimestre que les répercussions économiques de l'épidémie ont atteint leur maximum. La crainte grandissante de cette maladie contagieuse et parfois mortelle a fortement contribué à une baisse des dépenses dans l'industrie touristique. Plusieurs secteurs ont été durement touchés, comme ceux du transport aérien, de l'hébergement, du divertissement, de la restauration (bars et restaurants) et de la location d'automobiles. Même si les dépenses effectuées par les touristes étrangers demeurent faibles, on note déjà des signes d'embellie sur le plan du tourisme intérieur.

À la suite de la détection d'un cas de maladie de la vache folle en Alberta, le 20 mai, les marchés se sont fermés aux exportations canadiennes de bovins, de bœuf et de produits dérivés. Le coup de frein immédiat qui en a résulté pour la filière bovine (abattage, transformation et activités connexes) a ralenti la progression du PIB aux deuxième et troisième trimestres. L'assouplissement récent de l'embargo sur les importations de produits du bœuf devrait avoir un léger effet positif sur la croissance au quatrième trimestre. Le maintien de l'embargo frappant les exportations de bovins sur pied aura probablement, pour sa part, une incidence négative plus persistante.

La panne de courant qui a frappé l'Ontario le 14 août et les restrictions imposées à la consommation d'électricité jusqu'au 25 août ont entraîné une baisse marquée de la production dans un grand nombre de secteurs. L'effet sur la croissance du PIB au troisième trimestre devrait s'être inversé au trimestre suivant, puisque la production devrait être revenue à la normale d'ici là.

Les récents incendies de forêt en Colombie-Britannique se sont soldés par un recul des dépenses touristiques et des activités d'exploitation forestière dans cette région. Cette diminution devrait être à peu près compensée, à court terme, par les dépenses accrues du gouvernement dans la lutte contre les incendies et la reconstruction. À long terme, cependant, le niveau d'activité de l'industrie forestière dans cette province risque de se ressentir un peu de la perte des ressources en bois.

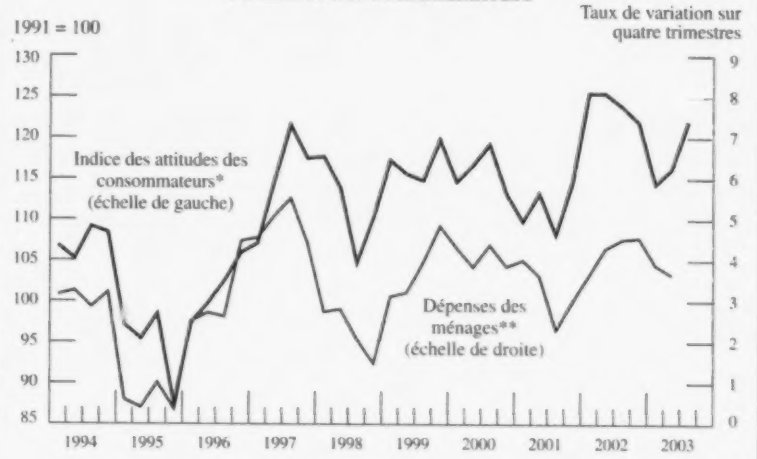
Ces chocs pourraient avoir des répercussions plus importantes si leur succession rapide devait entamer gravement la confiance des consommateurs et des entreprises. Mais selon les indicateurs dont nous disposons, celle-ci a été peu affectée dans l'ensemble jusqu'à présent.

Incidence estimative des chocs sur le taux d'accroissement du PIB réel
(variation trimestrielle exprimée en taux annuels)

	2e trim. 2003	3e trim. 2003	4e trim. 2003
SRAS	-0,60	+0,15	+0,25
Maladie de la vache folle	-0,10	-0,30	+0,10
Panne d'électricité en Ontario	-	-0,40	+0,40
Total	-0,70	-0,55	+0,75

Graphique 6

Confiance des consommateurs



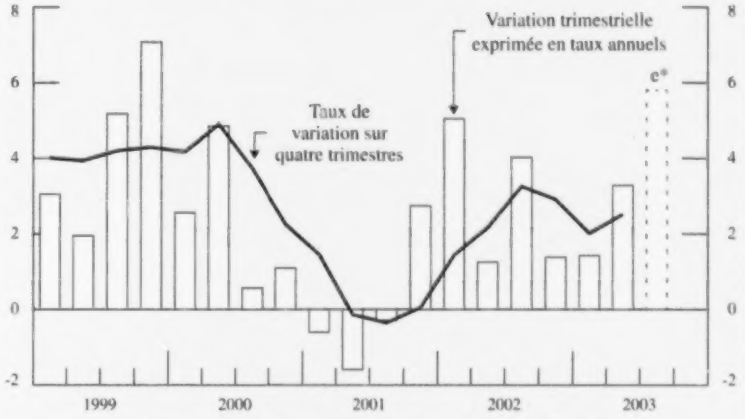
* Source : Conference Board du Canada (données les plus récentes : 3e trimestre de 2003)
** Dépenses, en dollars constants, au titre des biens de consommation, des services et du logement

et les prix des maisons ont poursuivi leur ascension. Les investissements des entreprises ont aussi augmenté au premier semestre de l'année. Les exportations canadiennes ont bénéficié quelque peu du raffermissement du rythme de l'activité économique observé aux États-Unis.

L'accélération de la croissance chez nos voisins du sud au deuxième trimestre tient à l'essor des dépenses des ménages et des entreprises ainsi qu'à la hausse marquée des dépenses militaires de l'administration fédérale (Graphique 7). Selon des données récentes, la consommation et l'investissement continuent de progresser à un rythme vigoureux sous l'impulsion de l'assouplissement des politiques monétaire et budgétaire et de la diminution de l'incertitude. Les perspectives économiques à court terme sont donc beaucoup plus favorables qu'elles ne l'étaient lors de la parution du dernier *Rapport*. On prévoit maintenant que le taux d'expansion du PIB réel avoisinera 5 3/4 % au troisième trimestre.

Graphique 7

Produit intérieur brut des États-Unis en termes réels



* La lettre « e » indique qu'il s'agit d'une estimation fondée sur les données disponibles.

Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

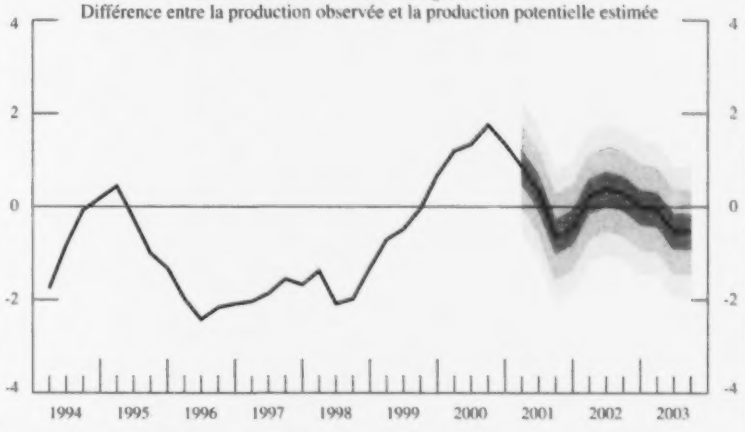
Aux deuxième et troisième trimestres, le niveau de l'activité au Canada est descendu en deçà du plein potentiel davantage que prévu.

Selon les mesures économétriques de la production potentielle et de l'écart de production dont la Banque se sert habituellement, le niveau de l'activité économique serait descendu en deçà du plein potentiel au deuxième et au troisième trimestre de cette année (Graphique 8).

Graphique 8

Estimation de l'écart de production*

Différence entre la production observée et la production potentielle estimée



* Les zones ombrées autour des valeurs estimées de l'écart de production représentent (des plus foncées aux plus pâles) des intervalles de confiance à 25 %, 50 %, 75 % et 95 %.

Nota : La valeur estimée de l'écart pour le troisième trimestre de 2003 se fonde sur une croissance prévue de la production de 2,5 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Plusieurs indicateurs étayent l'opinion selon laquelle une marge de capacités excédentaires s'est dégagée depuis le début de 2003. Le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur des produits non agricoles a reculé au deuxième trimestre. Le taux de chômage a augmenté, et le pourcentage d'entreprises signalant des pénuries de main-d'œuvre dans le cadre de l'enquête régulière menée par les bureaux régionaux de la Banque est tombé sous son niveau moyen des quatre dernières années. La timidité relative des hausses salariales témoigne aussi de l'existence d'une offre excédentaire sur les marchés du travail. En outre, les mesures du taux de l'inflation tendancielle ont été inférieures à ce qui avait été prévu.

Tout bien considéré, la Banque juge qu'il existe actuellement au sein de l'économie une marge de capacités inutilisées légèrement supérieure à ce qu'indique l'écart de production calculé au moyen de sa mesure habituelle. En particulier, comme le taux d'activité a continué d'augmenter jusqu'en septembre, elle croit probable que la composante tendancielle de ce taux soit plus importante que la mesure ne le laisse croire. Compte tenu de cette nouvelle évaluation du potentiel et de l'interruption imprévue de la croissance économique survenue au deuxième trimestre, la Banque estime maintenant que la marge de capacités inutilisées était plus grande au milieu de l'année que ce qu'elle avait projeté dans la dernière livraison du *Rapport*.

Les coûts et la productivité

Deux mesures globales de la rémunération du travail, soit l'évolution du salaire horaire moyen des employés permanents et celle du revenu horaire du travail dans le secteur des entreprises, révèlent que le taux d'accroissement sous-jacent des salaires s'est situé entre 1,75 et 2,25 % depuis la fin de 2002 (Graphiques 9 et 10)[3]. Toutefois, à cause de la baisse qu'a connue la productivité au cours de la dernière année, les coûts unitaires de main-d'œuvre dans les entreprises étaient supérieurs d'environ 2,5 % au deuxième trimestre de 2003 à ce qu'ils étaient un an plus tôt (Graphique 10).

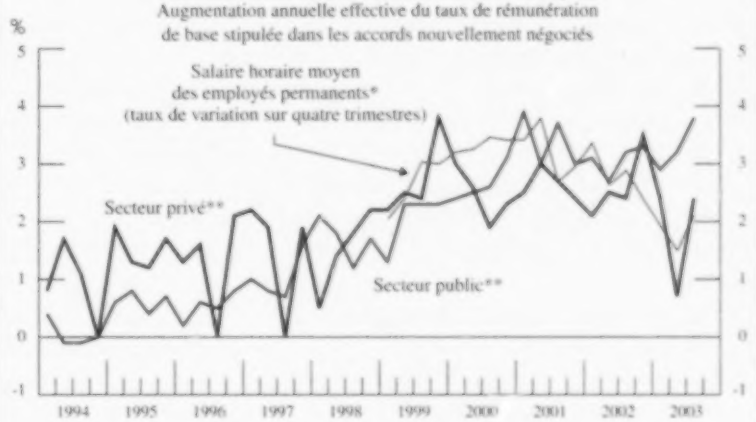
À cause d'une baisse de la productivité du travail, les coûts unitaires de main-d'œuvre étaient supérieurs d'environ 2,5 % au milieu de 2003, à ce qu'ils étaient un an plus tôt.

3. La réduction marquée des hausses annuelles moyennes consenties aux employés syndiqués du secteur privé au deuxième trimestre de 2003 reflète principalement l'incidence des contrats signés chez Air Canada, lesquels prévoyaient des gels et certaines compressions des salaires. Les augmentations annuelles moyennes octroyées aux employés syndiqués du secteur public en juillet 2003 étaient relativement élevées, mais le nombre d'employés touchés par les nouveaux contrats était beaucoup plus faible que d'habitude.

Graphique 9

Accords salariaux et salaire horaire moyen

Augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés



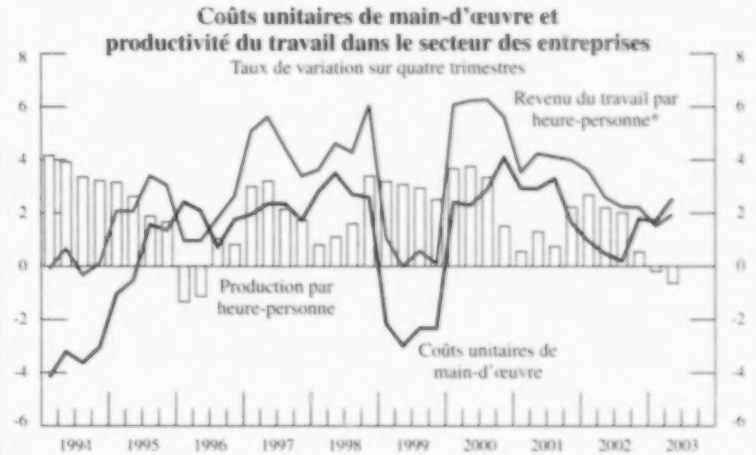
* Source : Statistique Canada, *Information population active* (données les plus récentes : septembre 2003)

** Source : Développement des ressources humaines Canada (données les plus récentes : juillet 2003)

Graphique 10

Coûts unitaires de main-d'œuvre et productivité du travail dans le secteur des entreprises

Taux de variation sur quatre trimestres



* Le revenu du travail comprend le revenu du travail des salariés ainsi qu'un revenu implicite du travail pour les travailleurs autonomes.

Source : *Le Quotidien* de Statistique Canada

3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Les conditions financières se sont améliorées...

De façon générale, les conditions financières se sont améliorées depuis la parution du *Rapport* d'avril. Les marchés boursiers se sont redressés, les écarts de taux sur les obligations de sociétés se sont encore rétrécis et la pente de la courbe des rendements s'est accentuée. La situation financière et la rentabilité des banques au Canada se sont raffermies, ce qui est de bon augure pour les conditions futures du crédit. Tous ces facteurs fournissent un cadre propice à la croissance de l'activité économique. Parallèlement, les prix sur certains marchés ont été très volatils, en raison des points de vue changeants sur les perspectives d'expansion à l'échelle mondiale et du dénouement incertain des déséquilibres croissants entre pays.

... à la faveur du redressement des marchés boursiers...

Les marchés boursiers canadiens et américains se sont ressaisis sous l'action conjuguée des bénéfices réalisés et de la confiance grandissante dans une reprise vigoureuse. Par ailleurs, la volatilité sur ces marchés est demeurée faible. En dépit de ces progrès, le volume des émissions d'actions des entreprises non financières au Canada reste bas, à l'inverse de celui des émissions de parts des fiducies de revenu, qui sont devenues pour les entreprises une importante source additionnelle de financement (King, 2003).

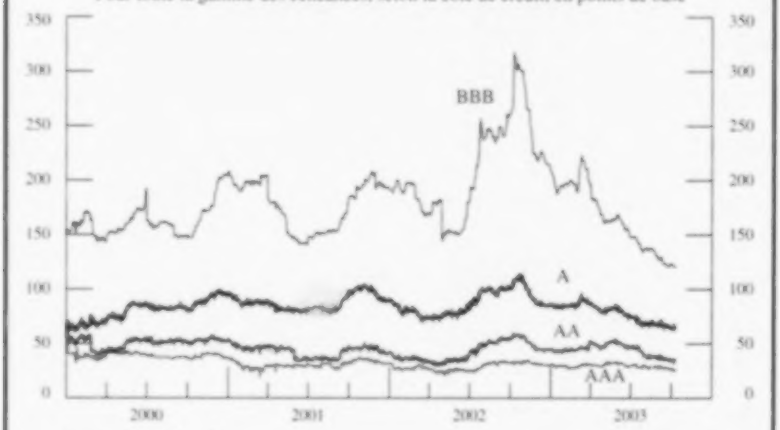
... et du nouveau resserrement des écarts de taux sur les obligations de sociétés.

Sur le marché obligataire, l'amélioration des conditions financières s'est manifestée par un rétrécissement des écarts de rendement entre les obligations de sociétés et d'État, tant pour les placements bien cotés (Graphique 11) que pour les autres. La qualité du crédit, mesurée par exemple par le ratio des baisses de cote

Graphique 11

Écart entre le rendement des obligations des sociétés et celui des obligations d'État au Canada

Pour toute la gamme des échéances, selon la cote de crédit; en points de base



Source : Merrill Lynch

aux hausses de cote, s'est également accrue grâce aux efforts déployés par les entreprises pour restructurer leur bilan et diminuer leur endettement. Les marchés se sont montrés réceptifs aux nouvelles émissions d'obligations, dont le niveau reste élevé depuis la publication du *Rapport* d'avril.

La croissance du crédit aux entreprises continue d'être anémique...

Malgré l'accessibilité accrue du financement, la croissance du crédit aux entreprises continue d'être anémique, en raison de la faiblesse de la demande (Graphique 12). Les sociétés attendent en effet des signes plus clairs de la vigueur et de la durabilité de la reprise aux États-Unis et à l'échelle internationale avant d'engager des projets d'investissement majeurs. Certaines financent, quant à elles, leurs dépenses à même leurs fonds autogénérés, car les bénéfices des sociétés sont restés élevés en dépit du récent recul par rapport au niveau record enregistré au premier trimestre (Graphique 13). Enfin, par suite de la réduction des stocks opérée par les entreprises, la demande de prêts à court terme s'est vivement repliée.

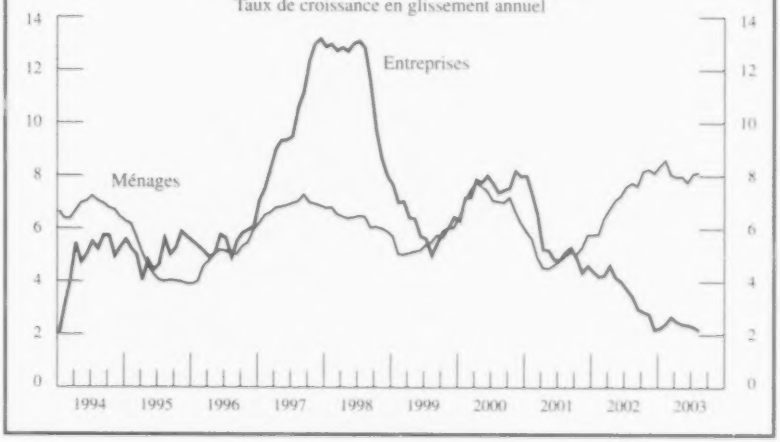
... mais celle du crédit aux ménages est restée robuste.

À la différence du crédit aux entreprises, le crédit aux ménages, en particulier le crédit hypothécaire, a vu sa croissance demeurer robuste. Cette situation s'explique par les modalités de crédit favorables (notamment les bas taux hypothécaires) et la progression soutenue, quoique plus modeste, des revenus. Malgré les récentes hausses des taux hypothécaires, le ratio estimatif du service de la dette reste inférieur à son niveau moyen des dix dernières années. En outre, bien que les ménages continuent de s'endetter, leurs bilans demeurent solides, grâce principalement au renchérissement marqué des maisons.

Graphique 12

Crédits aux entreprises et aux ménages

Taux de croissance en glissement annuel



Graphique 13

Bénéfices d'exploitation trimestriels du secteur non financier

Milliards de dollars; chiffres non annualisés

Source : Statistique Canada

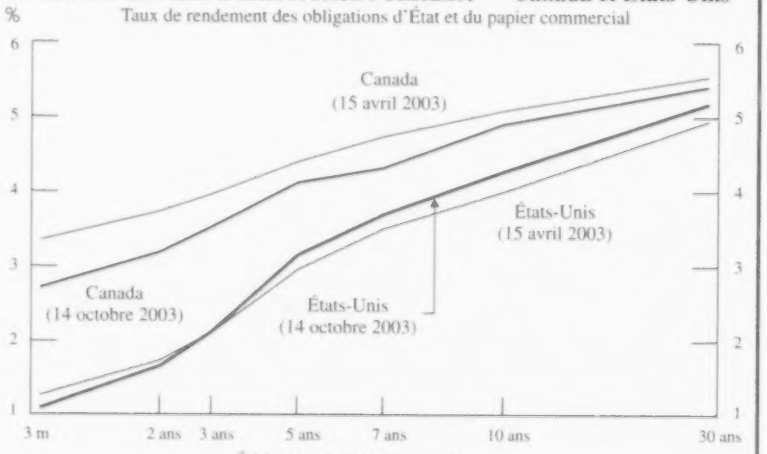
Depuis avril, les taux d'intérêt ont fléchi au Canada, et ce, pour l'ensemble des échéances. Le recul a été plus sensible dans le cas des instruments à court terme, ce qui a contribué à accentuer la pente de la courbe des rendements (Graphique 14). La baisse plus forte des taux du marché à court terme est liée non seulement aux

Les taux d'intérêt ont fléchi pour l'ensemble des échéances...

Graphique 14

Structure des taux d'intérêt selon l'échéance — Canada et États-Unis

Taux de rendement des obligations d'État et du papier commercial



réductions du taux directeur, mais aussi au fait que les marchés s'attendent à ce que les taux à court terme demeurent bas et stables pendant un certain temps. Au cours de la même période, les rendements à moyen et à long terme ont connu des fluctuations marquées, chutant brusquement entre avril et juin pour ensuite remonter à mesure que les perspectives d'expansion à l'échelle mondiale s'amélioraient, à la faveur du regain de confiance dans la reprise économique aux États-Unis (Note technique 2). Ces variations des rendements obligataires ont été observées partout dans le monde et elles ont été particulièrement prononcées sur les marchés américain et japonais.

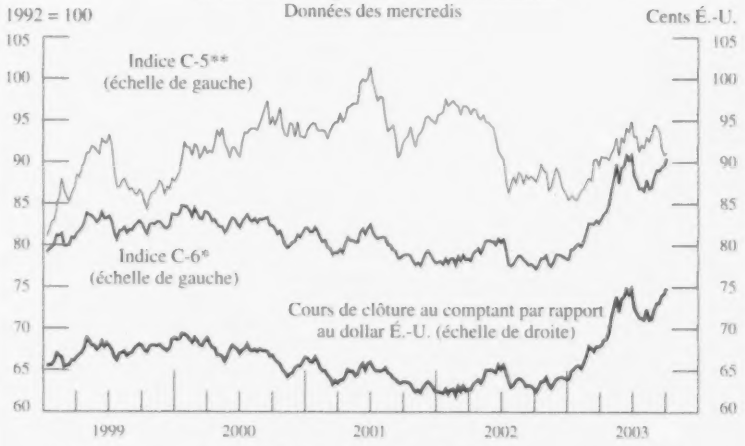
... et le dollar canadien a poursuivi sa remontée.

Au moment de la parution du *Rapport* d'avril, le dollar se situait à son plus haut niveau en trois ans, soit aux alentours de 69 cents É.-U. Il a depuis poursuivi sa forte remontée, atteignant plus de 75 cents É.-U. en octobre (Graphique 15). Comme c'est le cas pour de nombreuses devises, le cours de notre monnaie a été influencé par la faiblesse généralisée du dollar É.-U. durant cette période.

Le dollar canadien a également été soutenu par la hausse des prix des produits de base et le fait que la marge de capacités excédentaires était moins importante au Canada qu'aux États-Unis.

Graphique 15

Taux de change du dollar canadien



* Devises composant l'indice C-6 : dollar É.-U., euro, yen, livre sterling, couronne suédoise et franc suisse

** L'indice C-5 exclut le dollar É.-U.

Note technique 2

L'évolution récente des taux d'intérêt à long terme

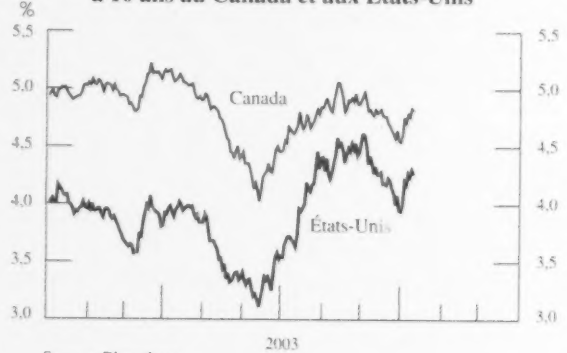
Le rendement des obligations à long terme au Canada a été inhabituellement volatil depuis avril 2003, tombant d'abord près de ses plus bas niveaux jamais enregistrés pour ensuite remonter rapidement à ceux où il se situait auparavant. Ce mouvement a suivi celui observé sur les autres grands marchés, notamment le marché des titres du Trésor américain (voir le graphique).

Le recul des rendements obligataires d'avril à juin tient surtout à trois phénomènes qui ont marqué le marché des titres du Trésor américain : la crainte croissante que la baisse de l'inflation se poursuive, l'incertitude grandissante entourant la reprise de l'économie américaine et les conjectures de plus en plus nombreuses quant à la possibilité que la Réserve fédérale intervienne directement sur le marché obligataire. Ces facteurs ont fait chuter considérablement le rendement des obligations américaines à long terme, qui a touché un creux historique le 13 juin. Vu les liens relativement étroits qui unissent les marchés des emprunts des pays du G7, les rendements sur les autres marchés obligataires ont suivi. Des facteurs techniques ont aussi été à l'œuvre. Le repli rapide des taux d'intérêt a donné lieu à un refinancement massif des prêts hypothécaires. Les détenteurs de titres hypothécaires ont alors déployé des stratégies de couverture qui ont engendré une demande accrue d'obligations d'État et, partant, une réduction des rendements. Afin de limiter l'appréciation de leur monnaie dans ce contexte, certaines banques centrales étrangères ont accumulé d'importantes réserves de dollars É.-U., qu'elles ont investies dans les titres du gouvernement américain.

Un élément déterminant dans le renversement de la tendance baissière des rendements obligataires a été la décision de la Réserve fédérale, annoncée le 25 juin, d'abaisser le taux cible des fonds fédéraux de 25 points de base au lieu des 50 points attendus par les marchés. Ceux-ci ont interprété le communiqué expliquant la décision comme plutôt optimiste quant aux perspectives économiques des États-Unis, y voyant une probabilité réduite que la Réserve fédérale ait recours à des mesures exceptionnelles. Le rendement des obligations à long terme s'est dès lors mis à grimper et, certains des facteurs techniques qui avaient amplifié sa chute jouant maintenant en sens contraire, il a surréagi. L'amélioration générale de la conjoncture économique aux États-Unis et au Japon ainsi que la hausse prévue des déficits publics américains, signalée dans l'examen du budget du 15 juillet, ont également fait monter les rendements des obligations d'État. Les rendements sont revenus depuis vers leurs niveaux du début de 2003.

Au Canada, les signes d'un ralentissement de l'activité et la diminution des taux directeurs durant l'été ont modéré la progression des rendements des obligations à long terme, ce qui a mené à un resserrement substantiel des écarts entre les taux d'intérêt canadiens et américains. L'écart de rendement entre les obligations à 10 ans canadiennes et américaines est passé de quelque 130 points de base à la mi-mai à environ 55 points de base à la mi-octobre et se retrouve ainsi bien à l'intérieur d'une fourchette normale.

Rendement des obligations à 10 ans au Canada et aux États-Unis



Source : Bloomberg

4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

La conjoncture internationale

La conjoncture économique mondiale s'est améliorée...

La conjoncture économique mondiale s'est améliorée depuis la parution du *Rapport* d'avril, à la faveur des mesures de relance monétaire et budgétaire mises en place. Si les incertitudes d'ordre géopolitique se sont estompées, il reste que les déséquilibres grandissants au sein de l'économie mondiale présentent des risques.

... et les risques à court terme pesant sur les perspectives de croissance de l'économie américaine semblent mieux équilibrés qu'auparavant.

Les perspectives de croissance de l'économie américaine se sont embellies depuis la *Mise à jour* de juillet, et les risques pesant sur elles à court terme semblent mieux équilibrés qu'auparavant. On prévoit que l'activité chez notre voisin du sud progressera beaucoup plus rapidement que la production potentielle au deuxième semestre de 2003, sous l'effet des baisses d'impôts accordées aux ménages et d'un redressement de la dépense des entreprises. Le maintien de politiques monétaire et budgétaire expansionnistes et la dépréciation passée du billet vert devraient alimenter l'expansion économique au delà de la fin de l'année. En outre, l'accroissement soutenu de la demande intérieure devrait inciter les entreprises à reconstituer leurs stocks. On prévoit donc que l'augmentation du PIB réel s'établira autour de 2 3/4 % pour l'ensemble de 2003, ce qui est supérieur aux projections formulées dans le *Rapport* d'avril et la *Mise à jour* de juillet. Cette correction à la hausse tient au rétablissement apparent de la confiance et de la dépense des entreprises. La Banque s'attend à ce que le rythme d'expansion de l'économie américaine s'intensifie pour atteindre environ 4 % en 2004 — ce qui correspond à nos prévisions d'avril et de juillet — et elle suppose, dans son scénario de base, que la production continuera de croître plus rapidement que son potentiel en 2005. Pour 2003, notre projection est légèrement plus élevée que la moyenne des prévisions les plus récentes du secteur privé, mais, pour 2004, elle est comparable.

On prévoit que la croissance de l'activité aux États-Unis s'établira autour de 2 3/4 % pour l'ensemble de 2003 et qu'elle s'accélérera pour atteindre environ 4 % en 2004.

Dans les pays de la zone euro, la demande intérieure reste faible. Selon la Banque, la croissance de l'activité économique dans cette région se situera à 1/2 % environ pour l'année 2003, puis elle se raffermira pour s'établir aux alentours de 1 1/2 % en 2004.

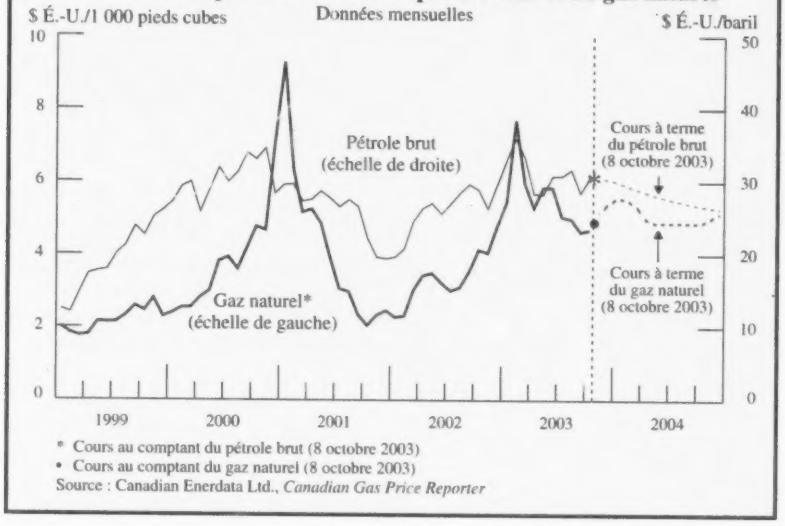
À la faveur de la vive progression observée en Chine et en Inde, les économies émergentes d'Asie devraient afficher le taux d'expansion le plus robuste de toutes les régions du monde cette année et en 2004. Bien que l'épidémie de SRAS ait affecté bon nombre de pays asiatiques, ses répercussions économiques ont été limitées, et le niveau d'activité de la région revient à la normale. Au Japon, l'économie semble croître plus rapidement que prévu grâce au renforcement de la demande dans le reste de l'Asie, qui a pour

effet de stimuler les exportations nippones. Toutefois, des difficultés structurelles continuent de peser sur l'expansion, de sorte que celle-ci demeurera vraisemblablement modeste à court terme. L'activité au Japon devrait s'accroître de 2 3/4 % en 2003 et de 1 1/2 % environ en 2004.

Le raffermissement attendu de l'économie mondiale et la vitalité de la demande dans certains pays d'Asie devraient contribuer à faire de nouveau augmenter les prix en dollars américains des produits de base non énergétiques en 2004. Par ailleurs, avec la reprise graduelle escomptée de la production de pétrole iraquien, on pense que les cours du pétrole brut redescendront vers les 27 $ É.-U. le baril l'année prochaine et resteront à ce niveau en 2005. Quant aux cours du gaz naturel, ils devraient, durant les mois à venir, avoisiner les niveaux auxquels ils se situent présentement. Ces hypothèses sont proches des attentes actuelles du marché (Graphique 16).

Graphique 16

Cours au comptant et à terme du pétrole brut et du gaz naturel



* Cours au comptant du pétrole brut (8 octobre 2003)
• Cours au comptant du gaz naturel (8 octobre 2003)
Source : Canadian Enerdata Ltd., *Canadian Gas Price Reporter*

Les déséquilibres dans le monde

Des risques liés aux déséquilibres mondiaux continuent de planer.

Bien que l'économie mondiale semble avoir redémarré, certains risques liés aux déséquilibres mondiaux continuent de planer sur ses perspectives.

En raison de divers facteurs, notamment la croissance plus forte aux États-Unis qu'ailleurs dans le monde au cours des dernières années, les déséquilibres des balances extérieures se sont creusés. La correction de ces déséquilibres requerra une ralentissement relatif de la croissance de la demande intérieure aux États-Unis et une

accélération dans le reste du monde. Elle nécessitera aussi de nouveaux ajustements importants des taux de change réels des monnaies des pays industriels et des pays à marché émergent. Vu l'ampleur de l'offre excédentaire au sein de l'économie mondiale, un renforcement de la demande à l'échelle internationale devra accompagner la correction des déséquilibres.

Entre-temps, les niveaux d'endettement public croissants de nombreux pays absorbent une part grandissante de l'épargne mondiale. Cette situation pourrait, à moyen terme, faire grimper les taux d'intérêt réels à des niveaux supérieurs à la normale, et avoir ainsi un effet d'éviction sur l'investissement privé. Tôt ou tard, ces pays devront redresser la barre afin de mettre fin au dérapage de leurs finances publiques. Cela est particulièrement important dans le cas des pays industriels où le vieillissement des populations aura une incidence sur les situations budgétaires à long terme.

La demande et l'offre globales au Canada

Les conditions propices à un renforcement de l'expansion économique au Canada sont réunies.

Les conditions actuelles laissent présager une accélération de l'expansion économique au Canada. En effet, la reprise aux États-Unis semble plus forte que ce qui avait été projeté, et les indicateurs récents témoignent aussi d'une plus grande vigueur que prévu de la dépense des ménages canadiens. Tout bien considéré, la Banque estime que la croissance économique atteindra près de 3 1/4 % en moyenne au second semestre de 2003. Ce pronostic tient également compte de l'augmentation graduelle attendue des voyages au Canada par des étrangers et de l'incidence de la levée partielle de l'embargo frappant les produits du bœuf canadiens. Une certaine reprise de la croissance est donc anticipée dans les industries dont l'activité a été freinée par les retombées du SRAS et de la maladie de la vache folle (Note technique 1).

On prévoit que la croissance de l'activité demeurera supérieure à celle de la capacité de production tout au long de 2004, de sorte que la marge de capacités excédentaires qui s'est dégagée cette année devrait s'être résorbée au début de 2005. Étant donné que la récente appréciation du dollar canadien freinera l'élan que la poursuite escomptée de la relance de l'économie américaine devrait insuffler à nos exportations (Note technique 3), une large part de l'essor de la demande globale devra provenir de sources intérieures. La dépense des ménages est appelée à croître à un rythme modéré grâce au maintien de la détente monétaire. Les entreprises devraient nettement augmenter leurs investissements en raison du renforcement manifeste de l'activité aux États-Unis, de la récente amélioration de la conjoncture financière, du regain de leur confiance et de la diminution des coûts des machines et du matériel

Note technique 3

Les répercussions sectorielles de l'appréciation du dollar canadien

Le régime de changes flottants du Canada est un mécanisme important qui permet à l'économie canadienne de s'ajuster aux chocs, comme ceux découlant des fluctuations des prix relatifs mondiaux, des mouvements de capitaux ou de la divergence entre les conditions économiques de divers pays. L'effet global sur l'économie d'une variation du taux de change dépend des facteurs à l'origine de cette variation ainsi que de sa persistance. Bien que la part de chacun soit difficile à établir avec certitude, la récente appréciation du dollar canadien résulte probablement de plusieurs facteurs, dont l'ajustement multilatéral du taux de change réel du dollar américain, le renchérissement des produits de base et les positions respectives des économies canadienne et américaine dans le cycle.

Toutes choses égales par ailleurs, une hausse du dollar canadien réduit la demande de biens et services échangeables produits au Canada. L'ampleur de cet effet varie entre secteurs, selon le degré d'ouverture au commerce international. Les secteurs à forte vocation exportatrice ou qui se heurtent à une vive concurrence étrangère sur leur marché intérieur tendent à se ressentir davantage d'une appréciation de la monnaie nationale. En revanche, les secteurs ayant recours à des intrants importés bénéficient d'une baisse de leurs coûts de production. Les entreprises peuvent atténuer provisoirement les retombées de l'appréciation sur le commerce extérieur en se protégeant par des contrats de couverture, d'approvisionnement ou de vente ou en les absorbant, dans la mesure où elles le peuvent, dans leur marge bénéficiaire.

Dion (1999-2000) calcule l'ouverture nette de divers secteurs aux échanges internationaux en ajoutant à la part des biens exportés celle des importations concurrentes et en retranchant du résultat celle des intrants importés dans la production[1]. Il observe que cette ouverture nette varie beaucoup selon les secteurs. Elle est relativement élevée dans les industries primaires, telles que l'extraction minière, pétrolière et gazière et l'exploitation forestière, et dans les industries manufacturières de pointe, qui fabriquent notamment des machines et des produits électriques ou électroniques. Par contre, elle est relativement faible dans plusieurs autres branches du secteur primaire, la construction, les services et certaines industries manufacturières, dont celles se spécialisant dans l'alimentation, les boissons, le tabac, l'impression et l'édition, et les produits raffinés du pétrole.

La récente hausse du dollar canadien aura donc pour effet de freiner les exportations canadiennes de biens et services et de réorienter une partie de l'activité vers la satisfaction de la demande intérieure.

Estimation de l'ouverture nette au commerce international de différents secteurs

Secteur (1996)	Part des produits exportés (1)	Part des intrants importés dans la production (2)	Part des produits concurrents importés (3)	Ouverture (1) - (2) + (3)
Pétrole brut et gaz naturel	0,57	0,03	0,37	0,91
Papier	0,62	0,08	0,22	0,76
Machines	0,77	0,27	0,86	1,36
Matériel de transport	0,84	0,43	0,37	0,78
Produits électriques	0,76	0,29	0,78	1,25
Produits raffinés du pétrole	0,22	0,36	0,13	-0,01
Construction	0	0,12	0	-0,12

1. Dion utilise les données publiées par Statistique Canada sur la valeur, en dollars courants, des intrants et extrants pour 33 secteurs, de 1961 à 1996. L'ouverture nette se calcule à l'aide de la formule suivante : $OUV_j = (X_j/O_j) - \left(M_j^I/O_j\right) + \left(M_j^C/C_j\right)$, où OUV représente l'ouverture, X, les exportations, O, la production brute, M^I, les intrants importés, M^C, les importations des principaux produits concurrents, et C, la consommation intérieure apparente des principaux produits.

importés attribuable à la hausse du dollar canadien par rapport au dollar américain.

Le taux de croissance moyen de l'activité devrait avoisiner 2 % en 2003 et dépasser celui de la production potentielle durant 2004.

Ce scénario implique une expansion du PIB réel de l'ordre de 2 % en moyenne en 2003 et de 3 1/4 % sur l'ensemble de 2004. Quoique inférieure à ce qui avait été projeté dans le *Rapport* d'avril, la prévision pour 2003 est la même que dans la *Mise à jour* de juillet. Nos projections pour 2003 et 2004 sont semblables en gros à la moyenne des plus récentes prévisions du secteur privé.

Ces perspectives cadrent avec la réalisation de gains modestes au chapitre de l'emploi jusqu'à la fin de 2004, puisque la croissance de la productivité du travail devrait s'accélérer nettement d'ici là.

La mesure des attentes relatives à l'inflation

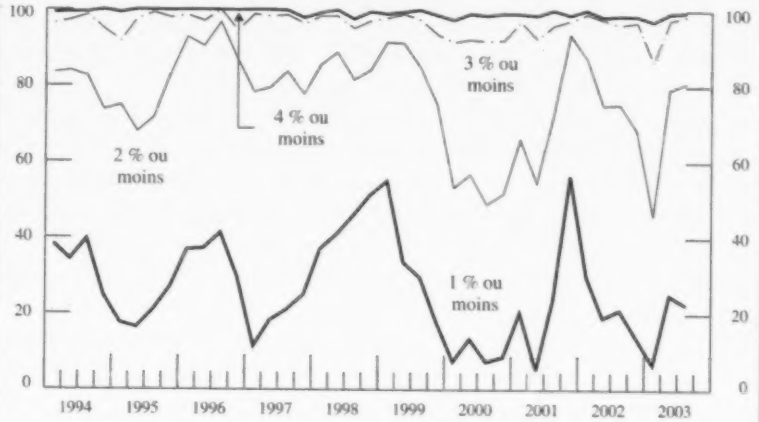
Presque toutes les mesures des attentes relatives à l'inflation ont fléchi depuis la mi-avril.

Presque toutes les mesures des attentes relatives à l'inflation que la Banque surveille ont fléchi depuis la mi-avril, et tous les indicateurs du taux attendu à moyen et à long terme sont maintenant proches de 2 %. Les résultats de l'enquête périodique du Conference Board du Canada sur la confiance des entreprises publiés à l'automne 2003 révèlent que 81 % des répondants s'attendaient à ce que le niveau général des prix augmente au cours des six mois suivants à un rythme de 2 % ou moins (Graphique 17). Quarante-six pour cent des répondants étaient de cet avis le printemps dernier. De plus, la proportion des entreprises sondées par les bureaux régionaux de la Banque qui s'attendent à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global dépasse 3 % en moyenne au cours des deux prochaines années se chiffrait à 4 % récemment, contre 26 % dans l'enquête menée au début de 2003. Bien que le taux d'accroissement moyen de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé pour 2004 soit tombé à 1,7 %, les taux prévus à plus long terme continuent généralement de frôler les 2 %. En outre, l'écart entre le rendement des obligations classiques à 30 ans et celui des obligations à rendement réel est, dans l'ensemble, demeuré près de 2 % (Graphique 18).

Graphique 17

Ventilation en % des attentes d'inflation pour les six prochains mois

Données trimestrielles

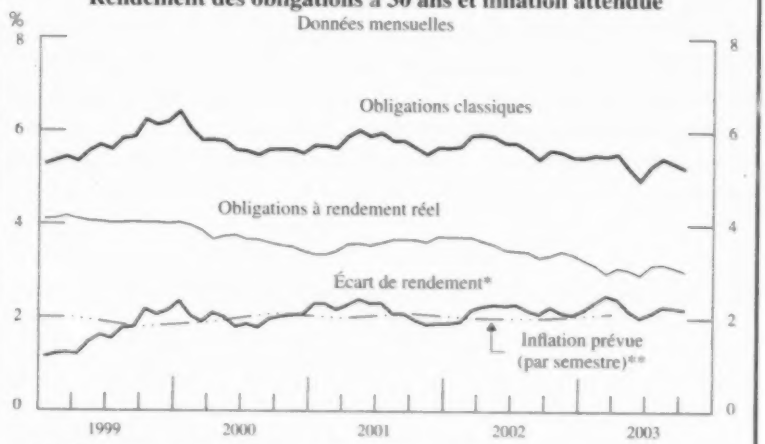


Source : Conference Board du Canada, *Indice de confiance des entreprises*

Graphique 18

Rendement des obligations à 30 ans et inflation attendue

Données mensuelles



* Établi au moyen de la formule de calcul des intérêts composés

** Taux d'augmentation de l'IPC prévu de 6 à 10 ans à l'avance. Source : Consensus Economics Inc.

Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

Les effets de la forte hausse passée des primes d'assurance sur l'inflation mesurée par l'indice de référence continueront de s'atténuer.

Les effets de la forte hausse passée des primes d'assurance sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient continuer de s'atténuer jusqu'au début de 2004. Il est fort possible du reste que les primes d'assurance automobile connaissent d'importantes réductions au cours des prochains mois dans certaines provinces, étant donné les projets envisagés par les administrations de ces dernières ou l'adoption de lois dans ce domaine.

Par ailleurs, les rabais accordés dans les secteurs ébranlés par la crise du SRAS devraient s'amoindrir dans les mois à venir, à mesure que l'activité retournera à la normale. On s'attend à ce que les détaillants diminuent eux aussi leurs rabais à mesure qu'ils mèneront à terme l'ajustement de leurs stocks.

Il est probable cependant que la vive appréciation enregistrée par le dollar canadien récemment continuera de pousser à la baisse l'inflation mesurée par l'indice de référence jusqu'à la fin de 2004, quoique l'on ne connaisse pas très bien l'ampleur qu'aura l'incidence des variations du taux de change sur les prix à la consommation. Celle-ci se fera davantage sentir sur le taux d'accroissement de l'IPC global que sur celui de l'indice de référence et s'apparente à un mouvement ponctuel du niveau des prix.

La rémunération du travail devrait progresser un peu plus rapidement en 2004.

La rémunération devrait progresser un peu plus rapidement tout au long de 2004 grâce à l'amélioration de la situation sur le marché du travail. Quoi qu'il en soit, compte tenu de la reprise anticipée de la croissance de la productivité du travail au cours de cette période, on prévoit que la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre descendra pour s'établir à un peu moins de 2 % l'année prochaine.

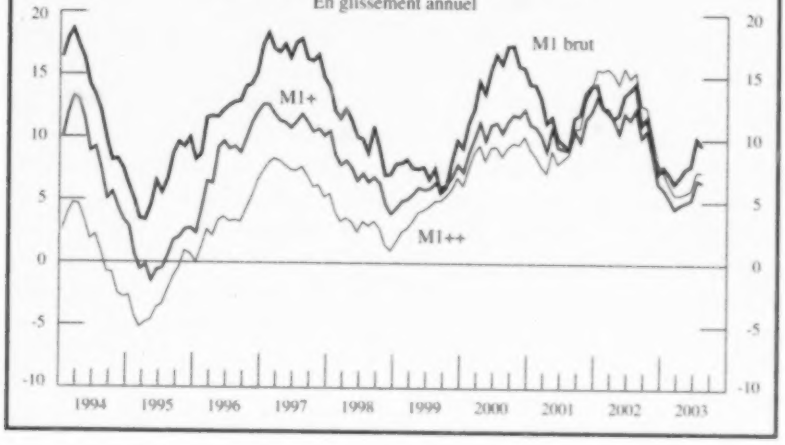
L'incidence de la croissance de la masse monétaire sur l'inflation

Après s'être ralenti de façon temporaire, mais marquée, au début de 2003, le rythme d'expansion des agrégats monétaires au sens étroit — M1 brut, M1+ et M1++ — s'est nettement accéléré depuis la parution du *Rapport* d'avril (Graphique 19). Cette évolution traduit le retour de la demande de monnaie, qui était anormalement faible, à des niveaux cadrant avec l'environnement actuel de bas taux d'intérêt. Plus tôt en 2003, les ménages et les entreprises avaient puisé dans les encaisses de précaution accumulées en 2002 face à la faiblesse des cours boursiers, à la turbulence accrue sur les marchés financiers et au climat géopolitique de plus en plus incertain.

Graphique 19

Croissance de la monnaie au sens étroit

En glissement annuel

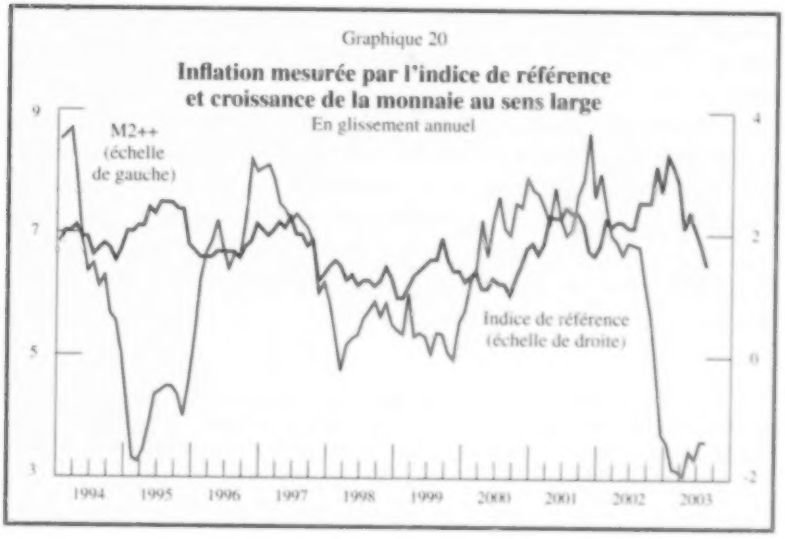


Les ménages poursuivent le remaniement de leurs portefeuilles, préférant les dépôts à terme fixe et les fonds communs de placement à revenu fixe aux fonds communs du marché monétaire et aux fonds communs d'actions. Ils continuent également de délaisser les avoirs financiers au profit d'actifs réels, comme en témoigne la vigueur affichée par le marché du logement au cours de la dernière année. Malgré cette tendance, le taux de croissance de M2++ s'est redressé quelque peu depuis la parution du *Rapport* d'avril, à la faveur principalement de l'accélération de la croissance des agrégats monétaires au sens étroit (Graphique 20). La progression de M2++ se raffermissant, l'un des risques que l'inflation soit plus faible que projeté s'est amoindri.

Graphique 20

Inflation mesurée par l'indice de référence et croissance de la monnaie au sens large

En glissement annuel



Les prévisions relatives à l'inflation

La marge de capacités excédentaires au sein de l'économie devrait exercer certaines pressions à la baisse sur l'inflation au cours de la période de projection. Par ailleurs, l'incidence des précédentes hausses des primes d'assurance sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait continuer de fléchir, et l'appréciation substantielle qu'a connue le dollar canadien devrait continuer de tirer vers le bas le taux d'augmentation de l'indice de référence durant le reste de 2003 et l'ensemble de l'année 2004.

Par contre, les rabais pratiqués ces derniers temps dans un certain nombre de secteurs (par exemple, celui du tourisme) et certains segments du commerce de détail diminueront vraisemblablement au cours des prochains mois, à mesure que l'activité dans ces secteurs et les stocks des détaillants reviendront à des niveaux plus normaux.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait descendre jusqu'à un niveau tout juste supérieur à 1 % au début de 2004...

La Banque s'attend donc à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence se situe à un peu plus de 1 1/2 % pendant le reste de l'année 2003[4]. Les effets de la vive ascension des primes d'assurance étant en voie de se dissiper, le taux d'accroissement de l'indice de référence devrait descendre pour s'établir tout juste au-dessus de 1 % au début de 2004, avant de remonter vers la cible de 2 %. Il devrait être revenu à 2 % d'ici le milieu de 2005 (Tableau 1). Les pressions baissières qu'exerce actuellement sur l'inflation la marge de capacités excédentaires s'atténueront probablement à mesure que cette marge se résorbera en 2004.

... puis elle devrait remonter à 2 % environ d'ici le milieu de 2005.

L'inflation mesurée par l'indice de référence pourrait être un peu inférieure à cette projection au cours des prochains trimestres si le relèvement des primes d'assurance automobile est en partie annulé. De fait, si tous les changements dont il a été question publiquement sont mis en œuvre sous peu, le taux d'augmentation de l'indice de référence prévu pour la période allant du quatrième trimestre de 2003 au troisième trimestre de 2004 pourrait être inférieur de 0,2 à 0,3 point de pourcentage à celui qui est indiqué dans le scénario de référence reproduit au Tableau 1. Il convient de préciser qu'une très grande incertitude plane quant au moment et à l'ampleur des baisses que pourraient connaître les primes en question. Ces baisses constitueraient essentiellement des chocs ponctuels qui, s'ils sont reconnus pour tels, devraient avoir peu d'incidence sur les attentes et les perspectives en matière d'inflation pour 2005.

4. L'inflation mesurée tant par l'indice de référence que par l'IPC global devrait afficher en décembre 2003 une hausse momentanée due à l'effet d'écho de la première vague de réduction des prix de l'électricité en Ontario, survenue en décembre 2002.

Tableau 1
Projections concernant l'inflation mesurée par l'indice de référence et l'IPC global
Taux de variation sur quatre trimestres

	2003		2004			2005	
	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	2e sem.	1er sem.	2e sem.
Indice de référence	1,6 (2,5)	1,6 (2,4)	1,2 (2,0)	1,6 (2,0)	1,7 (2,0)	1,9 (2,0)	2,0
IPC global	2,1 (2,8)	1,7 (2,4)	0,9 (1,2)	1,4 (1,5)	1,5 (1,8)	1,8 (2,0)	2,0
Hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril)							
WTI (niveau)	30 (27)	30 (25)	28 (25)	27 (25)	27 (25)	27 (25)	27

Les chiffres entre parenthèses sont tirés du *Rapport* d'avril.

Les cours du pétrole brut continueront d'avoir un effet marquant sur l'évolution du taux d'augmentation annuel de l'IPC global (Graphique 16). S'ils redescendent, comme nous le supposons, aux alentours de 27 $ É.-U. le baril en 2004 et restent à ce niveau en 2005, le taux d'augmentation de l'IPC global devrait tomber en deçà de celui de l'indice de référence l'année prochaine et remonter à 2 % d'ici le milieu de 2005.

Il est probable que le taux d'augmentation de l'IPC global descendra au-dessous de celui de l'indice de référence en 2004.

BIBLIOGRAPHIE

Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada* (mars), p. 3-21.

_____ (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada* (septembre), p. 3-23.

_____ (2001). « Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation », communiqué du 17 mai 2001 et documents d'information reproduits dans la *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 67-79.

Canada. Statistique Canada. *Information population active*, publication n° 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada (diverses livraisons).

Conference Board du Canada (2003). *Indice de confiance des entreprises* (automne).

_____ (2003). *Indice des attitudes des consommateurs* (septembre).

Consensus Economics Inc. (2003). *Consensus Forecasts* (divers numéros).

Crawford, A. (2001). « La prévisibilité du taux moyen d'inflation en longue période », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 15-22.

Dion, R. (1999-2000). « Les tendances du commerce extérieur canadien », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 31-45.

King, M. R. (2003). « Income Trusts—Understanding the Issues », document de travail n° 2003-25, Banque du Canada.

Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248
adresse électronique : publications@banqueducanada.ca
site Web : http:// www.banqueducanada.ca